

Die Insiderregelung
in der Bundesrepublik Deutschland
Rezeptionsmodell für die Schweiz?

DISSERTATION

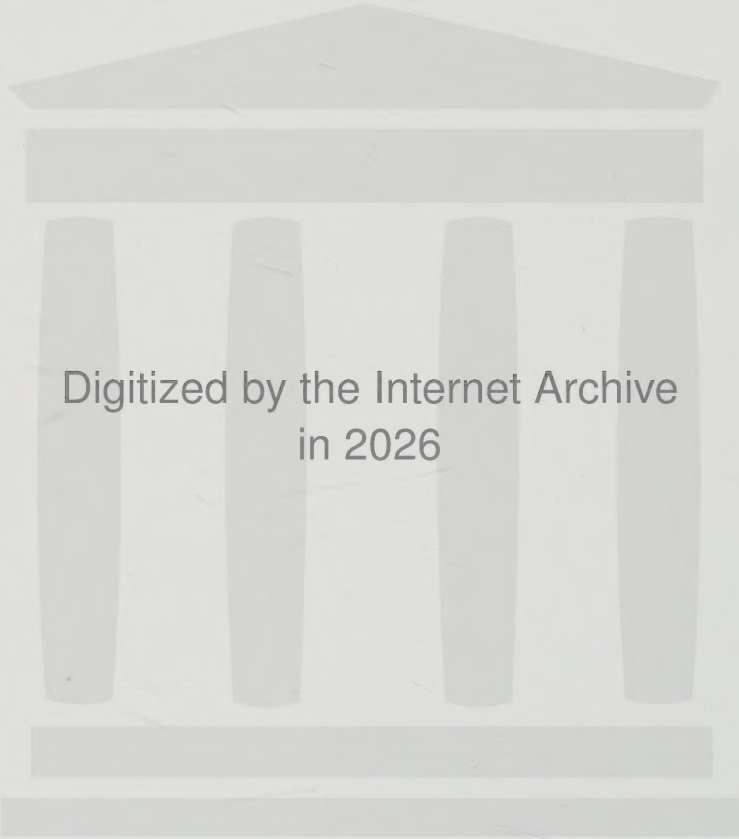
der Rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich
zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von
HEINZ WASER

von Zürich

genehmigt auf Antrag von
Herrn Prof. Dr. Peter Forstmoser

1982



Digitized by the Internet Archive
in 2026

Die Insiderregelung
in der Bundesrepublik Deutschland
Rezeptionsmodell für die Schweiz?

DISSERTATION

der Rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich
zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von
HEINZ WASER
von Zürich

genehmigt auf Antrag von
Herrn Prof. Dr. Peter Forstmoser

Die Rechts- und staatswissenschaftliche Fakultät gestattet hierdurch die Drucklegung vorliegender Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

Zürich, den 9. Dezember 1981

Der Dekan:
Prof. Dr. G. Hauser

Die gleiche Arbeit ist im Schulthess Polygraphischer Verlag AG, Zürich, erschienen als Band 61 der Reihe

Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht,
herausgegeben von Prof. Dr. Peter Forstmoser.

Meinen Eltern





VORWORT

Der Ruf nach einer Eindämmung von missbräuchlichen Insiderpraktiken im Effektenhandel kann mittlerweile auch in der Schweiz kaum mehr überhört werden. Gelten heute die nationalen Zielvorstellungen als einigermaßen gefestigt, bestehen hinsichtlich der Lösungswege noch immer stark unterschiedliche Auffassungen. Hier soll die vorliegende Arbeit einen weiteren und konkreten Beitrag leisten. Die Idee entstammt einem von der Universität Zürich im Wintersemester 1978/79 abgehaltenen rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen Seminar über Rechtsprobleme der Kapitalanlage und des Kapitalanlegerschutzes.

Der Aufbau des Themas erforderte zahlreiche Hilfestellungen aus in- und ausländischen Fachkreisen. Besonders wertvolle Unterstützung erfuhr ich von seiten der Herren RA K. Leckebusch, Syndikus der Bayerischen Börse in München, Dr. R. T. Meier, Direktor des Effektenbörsenvereins Zürich, Dr. M. Mettler, Zollikerberg, Dr. B. Schumacher, ehem. Sekretär der Arbeitsgruppe für die Ueberprüfung des Aktienrechtes, Prof. Dr. E. Schwark, Bonn-Bad Godesberg, sowie H.-J. Schwarze, Syndikus der Berliner Wertpapierbörse und Sekretär der Börsensachverständigenkommission. Ihnen und allen übrigen Helfern fühle ich mich zu Dank verpflichtet.

Schliesslich habe ich auch meinem verehrten Lehrer, Herrn Prof. Dr. P. Forstmoser, für die Freiheit in der Themenwahl und -ausgestaltung sowie die äusserst speditiven Durchsicht des Manuskripts sehr zu danken.

Zollikerberg, September 1981

INHALTSUEBERSICHT

Inhaltsverzeichnis	II
Literaturverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	XIV
 Erster Teil DIE PROBLEMATIK DES INSIDERHANDELS	 1
§ 1 Grundlegung	1
§ 2 Die grundsätzliche Problematik	4
§ 3 Der Insiderhandel als Frage des geltenden Bundesrechts	12
 Zweiter Teil DIE INSIDERREGELUNG IN DER BRD	 32
§ 4 Standortbestimmung	33
§ 5 Die Insiderhandels-Richtlinien	47
§ 6 Die Händler- und Beraterregeln	68
§ 7 Die Verfahrensordnung	74
§ 8 Würdigung	89
 Dritter Teil LOESUNGSVORSCHLAG FUER DIE SCHWEIZ	 96
§ 9 Die Bestimmung des Regelungsrahmens	97
§ 10 Die zentralen Insidervorschriften	109
§ 11 Die flankierenden Insidervorschriften	124
§ 12 Die Verfahrensregelung	132
§ 13 Die Verpflichtungserklärungen	152
§ 14 Ausformulierter Lösungsvorschlag	154
 Anhang	 162

INHALTSVERZEICHNIS

Literaturverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	XIV
 Erster Teil DIE PROBLEMATIK DES INSIDERHANDELS	 1
§ 1 Grundlegung	1
§ 2 Die grundsätzliche Problematik	4
I. Wesen des Insiderhandels	4
II. Praktische Erscheinungsformen	4
A. Grundarten von Insiderinformationen	5
B. Grundarten von Insidern	6
C. Grundarten von Insiderpapieren	7
III. Negative Auswirkungen des Insiderhandels	8
A. Funktionsstörungen des Wertpapiermarktes	9
B. Beeinträchtigung gesellschaftspolitischer Konzepte	10
C. Beeinträchtigung individueller Anlegerinteressen	11
§ 3 Der Insiderhandel als Frage des geltenden Bundesrechts	12
I. Beurteilung nach obligationenrechtlichen Bestimmungen	12
A. Irrtum, Täuschung und Uebervorteilung	12
B. Unerlaubte Handlung und culpa in contrahendo	16
C. Kaufsrecht	18
D. Arbeitsvertragsrecht	20
E. Aktienrecht	21
II. Beurteilung nach strafgesetzlichen Bestimmungen	23
A. Veruntreuung	23
B. Betrug	24
C. Ungetreue Geschäftsführung	26
D. Verletzung einer Geheimhaltungspflicht	27
III. Beurteilung nach spezialgesetzlichen Bestimmungen	29
A. Verletzung des Bankgeheimnisses	29
B. Wettbewerbsrechtlicher Geheimnissmissbrauch	30
IV. Zwischenergebnis	31

Zweiter Teil	DIE INSIDERREGELUNG IN DER BRD	32
§ 4	Standortbestimmung	33
I.	Fehlen eines Spezialgesetzes	33
II.	Reformbestrebungen	34
A.	Nationale Lösungsmodelle	34
1.	Gesetzesvorschlag des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht	34
2.	Alternativ-Entwurf eines Strafgesetzbuches	36
B.	Gemeinschaftliche Vorhaben	38
1.	Internationale Ebene [Rechtsangleichung]	38
2.	Supranationale Ebene [Rechtsvereinheitlichung]	40
III.	Massnahmen zur Selbstregulierung	42
§ 5	Die Insiderhandels-Richtlinien	47
I.	Kernbegriffe	47
A.	Insider und ihnen gleichgestellte Dritte	47
B.	Insiderpapiere	50
C.	Insiderinformationen	52
II.	Verbotshnorm	54
A.	Grundsatz	54
B.	Ausnahmen	57
III.	Sanktion	60
IV.	Unterwerfung und Anerkennung	65
A.	Unterwerfung	65
B.	Anerkennung	67
§ 6	Die Händler- und Beraterregeln	68
I.	Vorbemerkung	68
II.	Personeller Geltungsbereich	68
A.	Kreditinstitute	68
B.	Anlageberater	69
III.	Verbotshnorm	70
A.	Empfehlungen	70
B.	Eigengeschäfte	71
IV.	Sanktionen	71
A.	Fehlen gemeinsamer Sanktionen	71
B.	Sanktion für Anlageberater	72

§ 7	Die Verfahrensordnung	74
I.	Ursprüngliche Aufgabenstellung	74
II.	Kompetenzgrenzen der Prüfungskommission	75
III.	Verfahren	77
A.	Einleitung	77
B.	Einstellung oder Eröffnung	80
C.	Weiterer Verfahrensablauf	82
D.	Auskunftsregelung	83
E.	Entscheidung	84
1.	Feststellung	84
2.	Zwangspublikation	86
3.	Kostenauflage	87
F.	Kostenregelung	87
§ 8	Würdigung	89
I.	Allgemeine Beurteilung der Insider-Regeln	89
A.	Ordnungspolitische Aspekte	89
B.	Konzeptionelle Aspekte	91
C.	Systematische Aspekte	91
II.	Wirkungsgrenzen der Insider-Regeln im einzelnen	92
A.	Insiderhandels-Richtlinien	93
B.	Händler- und Beraterregeln	93
C.	Verfahrensordnung	94
III.	Zwischenergebnis	94
Dritter Teil	LOESUNGSVORSCHLAG FUER DIE SCHWEIZ	96
§ 9	Die Bestimmung des Regelungsrahmens	97
I.	Strafrecht	97
A.	Eignung einer Insiderstrafnorm	98
B.	Erforderlichkeit einer Insiderstrafnorm	100
II.	Bundeszivilrecht, insbesondere Aktienrecht	101
III.	Börsenrecht, insbesondere Kotierungsrecht	103
IV.	Privatvertragliche Selbstregulierung	106
§ 10	Die zentralen Insidervorschriften	109
I.	Insiderhandels-Verbot	109
A.	Insidergeschäft	109

B. Grund des Geschäfts	110
C. Eigen- und Drittvorteil	110
II. Verbot der Tip-Weitergabe	111
III. Begriffe	112
A. Insider	112
1. Organe der Gesellschaft	112
2. Grossaktionäre	113
3. Organe von Konzernunternehmen	114
4. Berater und andere Geschäftspartner	116
5. Banken	116
6. Angestellte	117
B. Insiderpapiere	118
C. Insiderinformationen	119
IV. Vermögensmässige Regulierung	121
A. Grundsatz der Vorteilsabschöpfung	121
B. Adressaten der Vorteilsabschöpfung	122
C. Fazit	123
§ 11 Die flankierenden Insidervorschriften	124
I. Vorbemerkung	124
II. Externe Folgepublizität	124
A. Publizitätsinhalt	124
B. Publizitätstermin	128
C. Publizitätsmittel	129
III. Geheimhaltung	130
A. Ansatz bei der Gesellschaft	130
B. Ansatz bei der Bank insbesondere	131
§ 12 Die Verfahrensregelung	132
I. Organisation	132
A. Verfahrensherrschaft	132
B. Untersuchungskommission	133
1. Zuständigkeit	133
a] funktionell und sachlich	133
b] örtlich	134
c] persönlich	135
2. Qualifikation	136
3. Willensbildung	138

4. Amtsdauer	138
5. Ausstand	138
6. Abberufung	140
7. Schweigepflicht	140
II. Verfahren	140
A. Einleitungsverfahren	140
1. Fremdanzeige	141
2. Selbstanzeige	142
3. Einleitung von Amtes wegen	142
4. Einstellung	143
B. Hauptverfahren	144
1. Eröffnung	144
2. Auskunftsrechte	145
3. Weiterer Gang der Ermittlungen	146
4. Rechtliches Gehör	146
5. Entscheidung	147
III. Kostenregelung	150
A. Kostenberechnung	150
B. Kostendeckung	151
C. Kostenvorschüsse	151
§ 13 Die Verpflichtungserklärungen	152
I. Anerkennung	152
II. Unterwerfung	152
III. Fortgeltung	153
§ 14 Ausformulierter Lösungsvorschlag	154
Anhang	162

LITERATURVERZEICHNIS

- Albisetti, Emilio/Gsell, Max, Bankgeschäfte, 1. Aufl. Zürich 1979.
- Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, Verbot des Insiderhandelns, Rechtspolitische Ueberlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, Heidelberg 1976 [Mitwirkende: Götz Hueck, Marcus Lutter, Hans-Joachim Mertens, Eckard Rehbinden, Peter Ulmer, Herbert Wiedemann, Wolfgang Zöllner].
- Aubert, Maurice/Kernen, Jean-Philippe/Schönle, Herbert, Le secret bancaire Suisse, Bern 1976.
- Bachmann, Arthur, Der Schiedsgutachter, Diss. Zürich 1949.
- Baldi, Peter, Ueber die Gewährleistungspflicht des Verkäufers von Aktien, insbesondere beim Verkauf aller Aktien einer Gesellschaft, Diss. Zürich 1975.
- Ballwieser, Wolfgang, Insiderrecht und positive Aktienkurstheorie, ZfbF 1976, 231ff.
- Bärmann, Johannes, Take-overs in "freiwilliger Selbstkontrolle"?, in FS Horst Bartholomeyczik, Berlin 1973, 1ff.
- Baumbach, Adolf/Lauterbach, Wolfgang/Albers, Jan/Hartmann, Peter, Zivilprozessordnung, 38. Aufl. München 1980.
- Baumbach, Adolf/Schwab, Karl H., Schiedsgerichtsbarkeit, 3. Aufl. München 1979.
- Becker, Hans, Berner Kommentar [1934] zu Art. 184-551 OR.
- Berner Kommentar [1941, unveränderter Nachdruck 1974] zu Art. 1-183 OR.
- Bess, Jürgen, Eine europäische Regelung für Uebnahmeangebote, AG 1976, 169ff, 206ff.
- Beyer-Fehling, Hermann, Die neuen Insider-Regeln, ZfK 1970, 1113ff.
- /Bock, Alexander, Die deutsche Börsenreform und Kommentar zur Börsengesetznovelle, Frankfurt a.M. 1975.
- Bitz, Michael, Das Insider-Problem und die Empfehlungen der Börsenreformkommission, B1.f.G. 1970, 409ff.
- Europäisches Insiderrecht, AG 1974, 114ff.
- Bodmer, Daniel/Kleiner, Beat/Lutz, Benno, Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 1976 [Stand April 1981].
- Böhner, Reinhard, Insiderregeln eine Farce?, WP 1972, 233ff.
- Bremer, Heinz, Die Insider-Regeln, AG 1971, 55f.
- Rechtsprobleme der Insider-Regeln, BB 1971, 803ff.
- Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, WM 1972, 898ff.
- Die Börsensachverständigenkommission, Berlin/New York 1976.
- Die Neufassung der Insider-Bestimmungen, AG 1976, 10ff.
- Brunner, Jean-Pierre, Die Publizität der schweizerischen Aktiengesellschaften, Diss. Zürich 1973.
- Brunner, Max, Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei?, SAG 1976, 179ff.

- Bruns, Georg, Die Publizitäts-Problematik der deutschen Wertpapierbörsen, ZfK 1962, 969ff.
- Die Börsen und die Publizität, ZfK 1965, 794ff.
 - Das Gespenst der "Insider-Information", ZfK 1969, 882f.
 - /Rodrian, Heinrich, Wertpapier und Börse, Ergänzbare Handbuch für den Effektenverkehr, Berlin 1971 [Stand August 1977].
- Bruns, Heiko, Der Wertpapierhandel von Insidern als Regelungsproblem, Diss. Frankfurt a.M. 1973.
- von Büren, Bruno, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner und besonderer Teil, Zürich 1964/72.
- Bürgi Wolfhart F./Nordmann-Zimmermann, Ursula, Zürcher Kommentar [1979] zu Art. 739-771 OR.
- Carsten, Gebhard, Das schwedische Insider-Recht, AG 1973, 304ff.
- Claussen, Carsten P., Ohne die Aktie keine Vermögensbildung, ZfK 1977, 323f.
- Coing, Helmut, Company Insiders and the Public, AG 1975, 120ff.
- Degner, Harald, Börsennovelle und Insiderregelung - Junktim oder nicht?, AG 1974, 365ff.
- Dober, Willy, Die Publizität der Unternehmen, Zürich 1966.
- Druey, Jean N., Geheimsphäre des Unternehmens, Grundfragen des Persönlichkeitsrechts auf Geheimsphäre, untersucht mit dem Blick auf einen Sonderfall, Basel 1977.
- Emmerich, Volker/Sonnenschein, Jürgen, Konzernrecht, 2. Aufl. München 1977.
- Ernst, Gernot, Die Insiderfrage - Aufgabe wirtschaftlicher Selbstverwaltung und Problem der Unternehmenstransparenz, in: Transparenzprobleme des Kapitalmarkts, Frankfurt a.M. 1977, 145ff.
- von Falkenhausen, Bernhard Freiherr, Minderheitenschutz und Aktienhandel, AG 1972, 237ff, 276ff.
- Fellmann, Markus, Rechtliche Erfassung von Insidertransaktionen in der Schweiz: Eine Untersuchung der juristischen und ökonomischen Aspekte, [Diss. Basel] Zürich 1981.
- Flachmann, Klaus, Insider Information und Börsenreform, ZfK 1970, 593ff, 650ff.
- Forstmoser, Peter, Effektenhandel durch Insider, SA aus SAG 1973, 133ff, Zürich 1974.
- Strafrechtliche Erfassung von Insidermissbräuchen?, SAG 1977, 14ff.
 - Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Zürich 1978.
 - /Meier-Hayoz, Arthur, Einführung in das schweizerische Aktienrecht, 2. Aufl. Bern 1980.
- Gericke, Horst, Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961.
- Gessler, Ernst/Hefermehl, Wolfgang/Eckhardt, Ulrich/Kropff, Bruno, Aktiengesetz, Kommentar, München 1973/74.
- Giger, Hans, Berner Kommentar [1979] zu Art. 184-215 OR.

- von Graffenried, André, Ueber die Notwendigkeit einer Konzerngesetzgebung, [Diss. Bern] Frankfurt a.M. 1976.
- von Greyerz, Christoph, Der Schutz der Minderheit in der Aktiengesellschaft de lege ferenda, SJZ 1976, 53ff.
- Grimm, Walter/Rochlitz, Viktor/Glossner Ottoarndt, Das Schiedsgericht in der Praxis, 2. Aufl. Heidelberg 1978.
- von der Groeben, Hans/von Boeckh, Hans/Thiesing, Jochen, Kommentar zum EWG-Vertrag, 2. Aufl. Baden-Baden 1974.
- Grossfeld, Bernhard, Management and Control of Marketable Share Companies, in: International Encyclopedia of Comparative Law, Vol.XIII, Ch.4, Tübingen/Mouton/The Hague/Paris 1973, 71ff.
- Guhl, Theo/Merz, Hans/Kummer, Max, Das Schweizerische Obligationenrecht, 7. Aufl. Zürich 1980.
- Guldener, Max, Ueber dispositives Recht im zürcherischen Zivilprozess und eidgenössischen Betreibungsrecht, ZSR 1946, 185ff.
- Schweizerisches Zivilprozessrecht, 3. Aufl. Zürich 1979.
- Hafer, Ernst, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil, Berlin 1937/43.
- Herschsohn, H., Der Sparer als Aktionär, SAG 1970, 65ff.
- Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, SAG 1972, 173ff.
- Holschbach, Ulrich, Haftungsprobleme im Bereich der Insider-Wertpapiergeschäfte, NJW 1973, 2006ff.
- Hölzler, Heinrich/Hoffmann, Hans, Schützen die Insider-Vorschriften den Insider?, ZfK 1975, 310ff.
- Hopt, Klaus J., Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975.
- Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, ZHR 140 [1976] 201ff, 141 [1977] 389ff.
- /Will, Michael R., Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973.
- Horn, Norbert, Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, ZHR 136 [1972] 369ff.
- Immenga, Ulrich, Oeffentliche Uebernahmeangebote [Take over bids], SAG 1975, 89ff.
- Isensee, Josef, Subsidiaritätsprinzip und Verfassungsrecht, Berlin 1968.
- Jenckel, Johann H., Das Insiderproblem im Schnittpunkt von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in materiell- und kollisionsrechtlicher Sicht, Frankfurt a.M./Bern/Cirencester 1980.
- Jentsch, Werner, Die Neufassung der Insider-Regelungen, Bank-Betrieb 1976, 186ff.
- Kay, Maurice, The Justice Report on Insider Trading, Mod.L.Rev. Vol.36 [1973], 185ff.
- Klainguti, Ernest, Die Regelung des Aktienhandels durch Insider im amerikanischen Bundesrecht, [Diss. Zürich] Bern/Stuttgart 1971.
- Knoblauch, Peter, Die vierte EG-Richtlinie, Frankfurt a.M. 1978.
- Koch, Markus B., Insiderwissen und Insiderinformation in strafrechtlicher Sicht, [Diss. Bern] Zürich 1979.

- Kramis, Otto, Insiderhandel in Effekten, Diss. Zürich 1978.
- Kübler, Friedrich, Transparenz am Kapitalmarkt, AG 1977, 85ff.
- Anlageberatung durch Kreditinstitute, ZHR 145 [1981] 204ff.
- Lampe, Ernst-Joachim/Lenckner, Theodor/Stree, Walter/Tiedemann, Klaus/Weber, Ulrich, Alternativ-Entwurf eines Strafgesetzbuches, Besonderer Teil, Straftaten gegen die Wirtschaft, 1. Aufl. Tübingen 1977.
- Leckebusch, Klaus, Die neuen Insider-Empfehlungen, ZfK 1976, 641f.
- Die neuen Insider-Regeln in ihrer am 1. Juli 1976 in Kraft getretenen Fassung, Vortrag in der am 11.11.77 in Bremen gehaltenen Fassung.
 - Die deutsche Insiderregelung, Vortrag in der am 14.7.80 in Hannover gehaltenen Fassung.
- Leistner, Georg, Das französische Insider-Recht, AG 1971, 360ff.
- Das Insiderrecht in der Bundesrepublik - Ein Schlag ins Wasser! ZRP 1973, 201ff.
 - Rechtsprobleme des 'Insider-Dealing' in Grossbritannien, AG 1974, 345ff, 377ff; Ergänzung in AG 1975, 11f.
- Lempereur, Claude, Vers un code européen de bonne conduite pour les transactions sur valeurs mobilières?, Rev.Banq. 1977, 3ff.
- Loss, Louis [Ed.], Multinational Approaches - Corporate Insiders, New York 1976.
- Louis, Arthur M., The Unwinnable War on Insider Trading, Fortune-Magazine vom 13.7.81, 72ff.
- Lutter, Marcus [Hrsg.], Die Europäische Aktiengesellschaft, Köln/Berlin/Bonn/München 1976.
- Zur Treuepflicht des Grossaktionärs, JZ 1976, 225ff.
- Manne, Henry G., Insider Trading and the Stock Market, New York 1966.
- Mertens, Hans-Joachim, Insiderproblem und Rechtspolitik, ZHR 138 [1974] 269ff.
- Mettler, Marcel, Die Voraussetzungen der Börsenzulassung von Wertpapieren, Diss. Zürich 1978.
- Minz, Willy, Mittler der Publizität, in: Frankfurter Publizitätsgespräch, Frankfurt a.M. 1962, 258ff.
- Mühlaupt, Ludwig, Die Insiderregelungen in der Bundesrepublik Deutschland, den Vereinigten Staaten von Amerika und Grossbritannien - eine vergleichende Analyse, Hagen 1981 [MaschSchr.].
- Näke, Hans, Zwei beispielhafte Entscheidungen der Prüfungskommission für Insider-Fragen an der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf betr. missbräuchliche Ausnutzung von Insiderinformationen, DB 1973, 2288ff.
- Nobel, Peter, Europäisierung des Aktienrechts, [Diss. St.Gallen] Diessenhofen 1974.
- Praxis zum öffentlichen und privaten Bankenrecht der Schweiz, Bern 1979.
- Noll, Peter, Welche strafrechtlichen Mittel empfehlen sich für die wirksamere Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität?, Sitzungsberichte des 49. Deutschen Juristentages, Bd.2, München 1972, Referat M20ff.
- Oftinger, Karl, Bundesgerichtspraxis zum Allgemeinen Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, 2. Aufl. Zürich 1973.

- Oser, Hugo, Zürcher Kommentar [2. Aufl. 1929] zu Art. 1-183 OR.
- Pfister, Bernhard, Stand der Insiderdiskussion, ZGR 1981, 318ff.
- Pfisterer, Uwe, Machtmissbrauch im Wertpapierhandel durch Insider, Tübingen 1976.
- Portmann, Peter, Organ und Hilfsperson im Haftpflichtrecht, Bern 1958.
- Rahn, Hans R., Der Schutz des Anlegers an der Börse, WuR 1978, 133ff.
- Rebmann, Kurt/Säcker, Franz-Jürgen, Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, München 1979.
- Renner, Volker, Der Schutz des Kapitalanlegers gegen die Ausnützung von Informationsvorteilen im Aktienhandel, Diss. Mannheim 1976.
- Reuter, Hermann, Aktienmarkt und Aktieninformationsmarkt, Göttingen 1980.
- Rosenberg, Leo/Schwab, Karl H., Zivilprozessrecht, 12. Aufl. München 1977.
- Roth, Günter H., Schadenersatzpflicht bei Börsengeschäften von Insidern im amerikanischen Recht, RabelsZ 38 [1974] 720ff.
- Verbot des Insiderhandels, AG 1978, 113ff.
- Rüede, Thomas/Hadenfeldt, Reimer, Schweizerisches Schiedsgerichtsrecht, Zürich 1980.
- Rümker, Dietrich, Zur Auslegung der Insiderhandels-Richtlinien, BB 1972, 1208ff.
- van Ryn, Jean, Le projet de statut des sociétés européennes, RTDE 1971, 563ff.
- Samm, Carl-Theodor, Börsenrecht - Grundzüge, Insider-Problematik, Optionshandel, Stuttgart/Wiesbaden 1978.
- Scheu, Udo K., Das Börsenstrafrecht und seine Reform, Diss. Giessen 1974.
- Schindler, Robert, Die Publizitätsvorschriften bei der Rechnungslegung der AG, Diss. Bern 1967.
- Schmid, Hans R./Meier, Richard T., Die Geschichte der Zürcher Börse, Zürich 1977.
- Schmid, Niklaus, Die strafrechtliche Verantwortlichkeit für Wirtschaftsdelikte im Tätigkeitsbereich der Aktiengesellschaft, SAG 1974, 101ff.
- Banken zwischen Legalität und Kriminalität, Heidelberg 1980.
- Schmidt, Hartmut, Börsenorganisation zum Schutze der Anleger, Diss. Saarbrücken 1969.
- Schönle, Herbert, Bank- und Börsenrecht, 2. Aufl. München 1976.
- Schubarth, Martin, Vom Vermögensstrafrecht zum Wirtschaftsstrafrecht, SJZ 1979, 185ff.
- Schulz, Harald, Der Einfluss von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln auf die Entwicklung der Aktienkurse, Göttingen 1972.
- Schwager, Pius, Das schweizerische Bankgeheimnis in Berücksichtigung der Grundlagen, Zusammenhänge und Auswirkungen, [Diss. Freiburg] Zürich 1973.
- Schwander, Vital, Das Schweizerische Strafgesetzbuch, 2. Aufl. Zürich 1964.
- Schwarz, Eberhard, Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, DB 1971, 1605ff.
- Kommentar zum Börsengesetz, zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen und den Insider-Richtlinien, München 1976.
 - Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, ZGR 1976, 271ff.
 - Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München 1979.

- Slongo, Bruno, Der Begriff der einheitlichen Leitung als Bestandteil des Konzernbegriffs, Diss. Zürich 1980.
- Starke, Ernst, Börsenrechtsreform und Insiderprobleme, Versicherungswirtschaft, 1976, 405ff.
- von Stebut, Dietrich, Gesetzliche Vorschriften gegen den Missbrauch von Insiderinformationen, DB 1974, 613ff.
- Stein, Friedrich/Jonas, Martin/Schlosser, Peter, Kommentar zur Zivilprozessordnung, 19. Aufl. Tübingen 1972/75.
- Stratenwerth, Günter, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil, 2. Aufl. Bern 1978.
- Sträuli, Hans/Messmer, Georg/Wiget, Felix, Kommentar zur Zürcherischen Zivilprozessordnung, Zürich 1976.
- Stürmer, Ulrich, Die extraterritoriale Anwendung amerikanischer Anlegerschutzstimmungen, [Diss. Augsburg] Frankfurt a.M./Bern/Las Vegas 1978.
- Tappolet, Klaus, Schranken konzernmässiger Abhängigkeit im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1973.
- Tiedemann, Klaus, Welche strafrechtlichen Mittel empfehlen sich für eine wirksamere Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität?, Gutachten für den 49. Deutschen Juristentag, Bd.1, Teil C, München 1972.
- Wirtschaftsstrafrecht und Wirtschaftskriminalität, Allgemeiner und besonderer Teil, Hamburg 1976.
- Tilly, Wolfgang M., Die amtliche Kursnotierung an den Wertpapierbörsen, Baden-Baden 1975.
- Tschäni, Rudolf, Funktionswandel des Gesellschaftsrechts, [Diss. Zürich] Bern 1978.
- von Tuhr, Andreas/Peter, Hans/Escher, Arnold, Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, 3. Aufl. Zürich 1979/74.
- Ulmer, Peter, Rechtspolitische Probleme des Insiderhandels, JZ 1975, 625ff.
- Ulsenheimer, Klaus, Zur Strafbarkeit des Missbrauchs von Insider-Informationen, NJW 1975, 1999ff.
- Ungerer, Martin, Insider-Geschäfte in der Schweiz - eine offene Frage, AG 1973, 204f.
- Vischer, Frank/Rapp, Fritz, Zur Neugestaltung des schweizerischen Aktienrechts, Bern 1968.
- Volk, Klaus, Strafrecht gegen Insider?, ZHR 142 [1978] 1ff.
- Vontobel, Hans-Dieter, Kritische Betrachtungen zum Recht der schweizerischen Effektenbörse, Diss. Zürich 1971.
- Walder, Hans U., Zur Berücksichtigung des Bankgeheimnisses im Zivilprozess, in FS Max Guldener, Zürich 1973, 351ff.
- Wallenstätter, Alfred, Das Subsidiaritätsprinzip und die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zu den Grundrechten, Diss. Würzburg 1979.
- Wenger, Werner, Zum obligationenrechtlichen Schiedsverfahren im schweizerischen Recht, Diss. Basel 1968.
- Westermann, Harm P., Zum Verhalten des Grossaktionärs bei Umtauschangeboten gemäss §305 AktG, AG 1976, 309ff.

Wiedemann, Herbert, Minderheitenschutz und Aktienhandel, Stuttgart 1968.

Will, Michael R., Die französische Börsenkommission, ZHR 133 [1970] 229ff.

- Frankreichs Börsenkommission im vierten Jahr, RIW/AWD 1972, 123ff.
- Anlegerschutz durch Insiderhandels-Richtlinien?, NJW 1973, 645ff.
- Erste Strafurteile gegen Insider im französischen Wertpapierhandel, RIW/AWD 1976, 549ff.

Wurz, Edwin, Effektenbörsen und Firmenpublizität, Diss. Zürich 1969.

Wittmann, Arno, Struktur und Grundprobleme des Schiedsgutachtenvertrages, [Diss. Köln] Köln/Berlin/Bonn/München 1978.

Wojtek, Ralf J., Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht, Berlin 1978.

Zahn, Johannes, Probleme und Reform der deutschen Börsen, AG 1975, 169ff.

- Aktienanleger und Börse, ZGR 1981, 101ff.

Zimmerli, Ulrich, Der Grundsatz der Verhältnismässigkeit im öffentlichen Recht, [Diss. Bern] Basel 1978.

Zweifel, Martin, Holdinggesellschaft und Konzern, Diss. Zürich 1973.

[Stand: Ende Juli 1981]

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abdr.	Abdruck
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
AE	Alternativ-Entwurf eines Strafgesetzbuches
AG	Die Aktiengesellschaft
AWD	Aussenwirtschaftsdienst des Betriebs-Beraters
BaG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen
BB	Der Betriebs-Berater
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
Bl.f.G.	Blätter für Genossenschaftswesen
BörsG	Börsengesetz
BSK	Börsensachverständigenkommission
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
B+V	Büro und Verkauf
BZ	Börsenzeitung
C.M.L.Rev.	Common Market Law Review
COB	Commission des Opérations de Bourse
DB	Der Betrieb
EG	Europäische Gemeinschaften
EGBull.	Bulletin der Europäischen Gemeinschaften
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschafts- gemeinschaft
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FS	Festschrift
FuW	Finanz und Wirtschaft
HB	Handelsblatt
HBR	Händler- und Beraterregeln
i.d.F.	in der Fassung
IHR	Insiderhandels-Richtlinien
JBl.	Juristische Blätter
JR	Juristische Rundschau
JZ	Juristenzeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KR	Kotierungsreglement
KTS	Konkurs-, Treuhand- und Schiedsgerichtswesen
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
Mod.L.Rev.	Modern Law Review
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OLG	Oberlandesgericht

RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Recht
Rev.Banq.	Revue de la Banque
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RTDE	Revue trimestrielle de droit européen
Rz.	Randziffer
SAG	Schweizerische Aktiengesellschaft
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission
SHZ	Schweizerische Handelszeitung
SJZ	Schweizerische Juristenzeitung
SSE	Statut für eine Societas Europaea
ST	Der Schweizer Treuhänder
SZ	Süddeutsche Zeitung
TA	Tages-Anzeiger
VE	Vorentwurf zum Bundesgesetz betr. die Aenderung des 26. Titels des Obligationenrechts [Die Aktiengesellschaft]
VerfO	Verfahrensordnung
WiKG	Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WP	Das Wertpapier
Wpg.	Die Wirtschaftsprüfung
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuR	Wirtschaft und Recht
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfRV	Zeitschrift für Rechtsvergleichung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
ZStR	Schweizerische Zeitschrift für Strafrecht

Erster Teil

DIE PROBLEMATIK DES INSIDERHANDELS

§ 1 GRUNDLEGUNG

Die enge wissenschaftliche Diskussion über die Problematik des "Insider"handels¹ nahm schweizerischerseits vor gut einem Jahrzehnt ihren Ausgang. Den ersten Markstein setzte eine systematische Darstellung der einschlägigen amerikanischen Effekten-gesetzgebung². Diese Darstellung folgte einer dichten Reihe von spektakulären, Insider-missbräuche nahelegenden Kursausbrüchen an den schweizerischen Effektenbörsen³, tangierte indes die hiesigen Verhältnisse nur am Rande und distanzierte sich explizite von

- 1] Der Begriff des "Insiders" hat auch in die schweizerische Literatur Eingang gefunden. Ver-deutsche Ausdrücke, etwa diejenigen des "Eingeweihten" [H. Beyer-Fehling/A. Bock, Die deut-sche Börsenreform und Kommentar zur Börsengesetznovelle, Frankfurt a.M. 1975, 44], "Vororien-tierten" [G. Bruns, Das Gespenst der "Insider-Information", ZfK 1969, 882] oder "Innenseiters" [N. Horn, Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, ZHR 1972, 370], ver-mochten sich demgegenüber nicht durchzusetzen. Horn weist ibid. Anm.4 darauf hin, die Wirt-schaftspraxis übernehme häufig englische Ausdrücke, denen der "Duft der grossen weiten Welt" anhafte; eine vermeidbare sprachliche Verlegenheit trete aber auf, wenn man offizielle Texte mit nicht eingebürgerten Termini bestücke. H. Bruns, Der Wertpapierhandel von Insidern als Regelungsproblem, Diss. Frankfurt a.M. 1973, 9 Anm.1 hält dem für den Fall des "Insiders" zu Recht entgegen, es fehle an äquivalenten Begriffen; sprachliche Neuschöpfungen setzten sich nur selten durch und erreichten nicht immer die Signifikanz englischer Ausdrücke.
- 2] E. Klainguti, Die Regelung des Aktienhandels durch Insider im amerikanischen Bundesrecht, [Diss. Zürich] Bern/Stuttgart 1971.
- 3] Vgl. zur Illustration den Bericht von H. Portmann [Pm.], "Börseninsider", NZZ Nr.181 vom 23.3.69, 33: "Einen angesichts der Marktenge vielleicht nicht durchweg typischen, in seinen Auswirkungen aber besonders krassen Fall bildete die Kursentwicklung der Aktien des Basler Farbstoffunternehmens Durand & Huguenin AG, die an der Basler Börse kotiert sind, vor der Be-kanntgabe der Uebernahmeofferte durch die Sandoz. Auf Grund von Insideroperationen stieg der Kurs innert weniger Wochen von 2900 auf 9200 Franken, wobei er allein an den sieben Handels-tagen zwischen dem 24. Februar und dem 4. März von 3700 auf 8200 Franken empor schnellte! Wer also beispielsweise auf Grund der letztjährigen Höchst- und Tiefstkurse, die zwischen 2400 und 3100 schwankten, seine Aktien zu wenig über 3000 Franken verkaufte, sah sich angesichts der kurze Zeit darauf angekündigten Uebernahmeofferte um einen ganz erklecklichen Gewinn ge-prellt." Für eine Zusammenstellung weiterer Fälle, die sich allerdings in neuester Zeit -soweit ersichtlich- nicht mehr mit der einst [Ende der sechziger-/anfangs bis Mitte der siebziger Jahre] gewohnten Häufigkeit wiederholten, vgl. mit den jeweiligen Pressefundstellen M. Fellmann, Rechtliche Erfassung von Insidertransaktionen in der Schweiz: Eine Untersuchung der juristischen und ökonomischen Aspekte, [Diss. Basel] Zürich 1981, 18f; P. Forstmoser, Effektenhandel durch Insider, SA aus SAG 1973, 133ff, Zürich 1974, 7ff; K. J. Hopt/M. R. Will, Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973, 13ff; Klainguti, 47 Anm.8, 49 Anm.10; M. B. Koch, Insiderwissen und Insiderinformationen in strafrechtlicher Sicht [Diss. Bern] Zürich 1979, 46ff; O. Kramis, Insiderhandel in Effekten, Diss. Zürich 1978, 11 Anm.1.

einer unbesehenen Uebernahme des fremden Lösungsmodells⁴. Wenngleich in der späteren eidgenössisch-ordnungspolitischen Grundsatzdebatte formell abweichende Modellvorschläge unterbreitet wurden, sollten sie vom amerikanischen Rechtsgut inhaltlich doch an mancher Stelle infiltriert werden. Auf gewisse Teilfragen wird bei der Bestimmung des nationalen Regelungsrahmens noch einzutreten sein⁵.

In der BRD wurde die eingehende Fachdiskussion anfänglich in vergleichbare Bahnen gelenkt. Sie setzte ein mit der Empfehlung, die amerikanische Institution der Securities and Exchange Commission [SEC] als Denkmodell auch einer deutschen Insiderregelung zugrunde zu legen⁶. Diese Empfehlung weckte in der Folge eine Polemik, die mithin auf sachfremde Ebenen abglitt⁷, vereinzelt einer allgemeinen Relativierung der Insiderproblematik dienstbar gemacht wurde⁸ und sich letztlich dem Vorwurf einer "grauen Zone von Emotion, Ressentiment und Ideologienverdacht"⁹ ausgesetzt sehen musste. Im Unterschied zur Schweiz erfolgte jedoch auf deutscher Seite in Gestalt einer eigenverantwortlichen Regulierung als "Teil eines gleichsam objektiven, von der Wirtschaft geschaffenen Sicherungssystems"¹⁰ eine rasche Reaktion¹¹. Die juristische Bewertung dieser Lösung, welche im Gegensatz zur amerikanischen nicht zu marktmorphologischen Umstrukturierungen zwang, erfolgte hierzulande nur zögernd, vielfach auf eine etwas stiefmütterliche Weise und mit überwiegend skeptischem Grundtenor^{11a}. Im wesentlichen beschränkte man sich freilich auf eine pauschale Bestätigung der zur deutschen Erstfassung erhobenen Kritik und unterstrich das oft gehörte Fazit, allein eine hoheitliche Durchgriffsnorm vermöge der Insiderproblematik Herr zu werden.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, die nationale Diskussion über künftige Programme legislatorischer Eingriffe mittels eines alternativen Regelungsvorschlags an eine neue Ausgangsbasis zu steuern¹². Dass dieses Vorhaben kaum an einer [rechts-

4] Klainguti, 6. Angesichts aktueller empirischer, beinahe entmutigender Daten aus der amerikanischen Praxis [vgl. neuerdings namentlich A. M. Louis, The Unwinnable War on Insider Trading, Fortune-Magazine vom 13.7.81, 72ff] erfolgte diese Abstandserklärung sicherlich zu Recht.

5] Vgl. hinten 97ff.

6] So H. Wiedemann, "Warum kein Aktienamt in Deutschland?", FAZ Nr.73 vom 26.3.68, 14; ders., "Die Börsenspielregeln frei und flexibel halten", FAZ Nr.75 vom 28.3.68, 15.

7] Ausführlicher Bruns, Wertpapierhandel, 1ff.

8] Vgl. etwa Bruns, Gespenst.

9] K. Flachmann, Insider Information und Börsenreform, ZfK 1970, 593.

10] E. Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München 1979, 213.

11] Zur Entstehungsgeschichte detaillierter hinten 42ff.

11a] Bezeichnend etwa Koch, 39ff, der noch die deutsche Regelung i.d.F. 1970[!] kommentiert.

wissenschaftlich-konstruktiven] Untersuchung des deutschen Lösungsmusters vorbeiführen kann, liegt auf der Hand¹³. Vorab soll jedoch die grundsätzliche Problematik des Insiderhandels in Erinnerung gerufen (§ 2) und die schweizerische Rechtsordnung de lege lata nach allfälligen Regulierungsansätzen abgetastet werden (§ 3).

12] 3. Teil, hinten 96ff, insbes. 154ff.

13] 2. Teil, hinten 32ff.

§ 2 DIE GRUNDSÄTZLICHE PROBLEMATIK

I. Wesen des Insiderhandels

Das Wesen des Insiderhandels liegt -provisorisch umschrieben- darin, dass eine Person [=Insider], die etwa aufgrund ihrer Stellung in oder zu einem Publikumsunternehmen über nicht allgemein zugängliche und voraussichtlich kurswirksame Angaben [=Insiderinformationen] verfügt, diese vor dem allgemeinen Bekanntwerden mittels An- oder Verkauf von Effekten [=Insiderpapiere] im börslichen, vor- oder ausserbörslichen Handel zu eigenem oder fremdem Vorteil verwertet oder verwerten lässt.

II. Praktische Erscheinungsformen

Nach empirischen Untersuchungen über die Fallhäufigkeit von Insidergeschäften sucht man in der Schweiz bislang vergebens. Ausländische Befunde¹ und Befragungsergebnisse² dürfen nur mit äusserster Zurückhaltung auf die einheimischen Verhältnisse übertragen werden. Doch liegt auch hier die Vermutung nahe, es handle sich beim verfügbaren Fallmaterial lediglich um die Spitze des Eisbergs³. Die Ursachen für diese vage Datenbasis sind bekannt: Bedingt durch die Anonymität der Effektenmärkte stossen allfällige Tatsachenermittlungen auf beinahe unüberwindliche Schwierigkeiten. Das Institut der Inhaberpapiere, der kommissionsweise Selbsteintritt der Banken, fehlende Publizitätspflichten der Unternehmensleitungen hinsichtlich ihrer Bestände an Beteiligungspapieren des eigenen Unternehmens und letztlich auch der weitreichende Schutz des Bankgeheimnisses lassen bloss beschränkt aussagekräftige Rückschlüsse aus der Kurs- und Umsatzentwicklung eines Wertpapiers zu⁴.

1] Bezogen auf amerikanische Verhältnisse scheint eine kürzlich durchgeführte "Fortune"-Studie zu bestätigen, "that insider trading is the rule, not the exception". Untermuert wurde diese Annahme durch einen Rückblick auf die "trading patterns of the target companies in 20 recent tender offers and acquisitions, selected at random". Das Ergebnis: "In almost every case the formal announcement of a proposed takeover was preceded by large gains in the stock price - implying that someone knew what was going to happen and acted on that information. ...Only in one case out of 20 was there no eye-catching movement in the target company's stock price"; vgl. Louis, 72, mit den entsprechenden Kursbildern 74f.- Für die deutschen Verhältnisse vgl. die Hinweise auf die -allerdings nur bis 1974 nachgeführten- Fallsammlungen hinten §4 Anm.6.

2] Darstellung der angelsächsischen Testerhebungen über die Frage, wie ein Insider resp. einer seiner durchschnittlichen Kollegen auf Fusionspläne des Unternehmens reagieren würde, etwa bei Hopt/Will, 33ff und R. J. Wojtek, Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht, Berlin 1978, 17f, beide m.w.H.

3] So zur gesamteuropäischen Situation Hopt/Will, 28.

Zur Verdeutlichung der verschiedenartigen Erscheinungsformen missbräuchlicher Insiderpraktiken wäre eine rein nationale Betrachtungsweise nicht geeignet. Einerseits wohnt den hierzulande als schlüssig erachteten Fällen in bezug auf die privilegierte Information eine gewisse Monotonie inne, andererseits besitzt man von der Identität bisher beteiligter Akteure keinerlei gesicherte Kenntnis. Es erscheint demnach unumgänglich, den Blick auf ausländisches Datenmaterial zu erweitern. Die Darstellung beschränkt sich dabei auf möglichst typische Sachverhalte, die entsprechend den Hauptkomponenten des Insiderhandels wie folgt vorgruppiert werden können:

A. Grundarten von Insiderinformationen

Insiderinformationen besitzen entweder positiven [Fall 1] oder negativen [Fall 2] Gehalt. Sie entstammen in der Mehrzahl der Fälle dem unternehmensinternen Bereich. Vereinzelt wurden jedoch auch Machenschaften publik, bei denen der Informationsursprung im Aussenbereich des Unternehmens zu finden war [Fall 3].

Fall 1: Ein weltweites Bergwerksunternehmen stiess eines Tages bei einer Sondierbohrung in einer abgelegenen Gegend Kanadas auf ungewöhnlich grosse, abbauwürdige Erzvorkommenisse. Der Fund wurde vorerst streng geheim gehalten, damit sich das Unternehmen vor der Konkurrenz sämtliche Schürfrechte sichern konnte. Zwischenzeitlich erwarben zahlreiche Vorausinformierte bis an die Grenzen ihrer finanziellen Möglichkeiten Aktien des fündigen Unternehmens. Als die Aktionäre ein knappes halbes Jahr später über das spektakuläre Ereignis in Kenntnis gesetzt wurden, stieg der Aktienkurs binnen eines Monats auf annähernd das Doppelte⁵.

Fall 2: Noch in den Anfängen des Jahres 1974 notierte die Aktie einer vorwiegend in den Bereichen Auto- und Autozubehörhandel, kurz- und mittelfristige Finanzie-

4) Vgl. z.B. M. Mettler, Die Voraussetzungen der Börsenzulassung von Wertpapieren, Diss. Zürich 1978, 86; Wojtek, 15. Zur einst brisanten Diskussion über die Umsatzpublizität an den deutschen Effektenbörsen G. Bruns, Die Publizitäts-Problematik der deutschen Wertpapierbörsen, ZfK 1962, 969ff; ders., Die Börsen und die Publizität, ZfK 1965, 794ff; sehr kritisch V. Mu-thesisius, Transparenz - Für wen?, ZfK 1962, 667f; zum Beschluss der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen vom 12.2.69 H. Bremer, Die Börsensachverständigenkommission, Berlin/New York 1976, 10f, Dok.4 90f; zur heutigen Rechtslage [§4 BörsG] E. Schwark, Kommentar zum Börsengesetz, zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen und den Insider-Richtlinien, München 1976, 117f N14.

5) Fall SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., zit. nach Klainguti, 42 [im Detail 112ff]. Ausführlich mit Hinweisen auf den Hauptprozess sowie die zahlreichen privaten Schadenersatzprozesse Hopt/Will, 6ff. Der Abklärung des Falles wurden ganze Seminarien und umfassende Publikationen gewidmet; vgl. Forstmoser, Effektenhandel, 10 Anm.14 mit weiteren Angaben.

rungen sowie Immobilien tätigen schweizerischen Holding auf absolutem Höchststand. Im Kursniveau widerspiegelte sich eine einzigartige Unternehmensdynamik und -expansion der vorangehenden Jahre. Als Folge einer allgemeinen Baisse büsste das Papier bis zum Frühling jenes Jahres knapp die Hälfte seines Kurswertes ein. Zur Jahresmitte erfolgte dann binnen Wochenfrist ein erneuter und rapider Kurssturz ähnlichen Ausmasses. Dieser Kurssturz spielte im Vorfeld einer Verwaltungsratssitzung mit der anschliessenden Presseverlautbarung, eine bedeutende Untergruppe der Holding stecke in erheblichen Liquiditätsschwierigkeiten. Kaum einen Monat später reichte die Holding samt ihren Beteiligungsgesellschaften das Gesuch um Nachlassstundung ein. Bis dahin hatte sich der Börsenkurs nochmals sukzessive und bis auf die Hälfte des Nennwertes halbiert⁶.

Fall 3: Eine amerikanische Leasing-Gesellschaft war dem Wortlaut ihrer Standardverträge zufolge zur Wartung und Reparatur der vermieteten Computer verpflichtet. Aufgrund einer einschneidenden Preiserhöhung ihres Hauptgeschäftspartners, einem bekannten Computer-Grosshersteller, fiel der monatliche Nettoertrag nahezu in sich zusammen. Dies bewog eine Reihe von Voraufinformierten dazu, sich ihrer Aktienbestände zum kurrenten Marktpreis zu entledigen. Als die Aussenwelt schliesslich mit einmonatiger Verzögerung von der negativen Nachricht erfuhr, sank der Aktienkurs auf knapp 40% seines ursprünglichen Niveaus⁷.

Ungeachtet ihres konkreten Inhalts zeichnet sich die Insiderinformation durch zwei Charakteristika aus: Es handelt sich sowohl um eine kursrelevante als auch um eine dem Gros der Anlegerschaft unbekannte und auch nicht zugängliche Nachricht. Sie ermöglicht dergestalt die Antizipation eines Kursanstiegs oder Kurseinbruchs. Immerhin kann an dieser Stelle festgehalten werden, dass nicht jede Verwertung von Insiderinformationen automatisch auch zum gewünschten Erfolg führen muss⁸.

B. Grundarten von Insidern

Dogmatisch wird unterschieden zwischen unternehmensnahen [Fall 4] und unternehmensfernen [Fall 5] Insidern. Zur letzteren Kategorie zählt auch der wichtige, in praxi allerdings nur schwer erfassbare Kreis der Tip-Empfänger, der sog. Tippees.

6] Zum Fall Arto Holding AG vgl. W. Leibacher, "Bei Arto heisst es: 'Im Moment no comment'", TA vom 15.8.74, 7; H. Schurter, "Arto am Rande des Abgrunds", TA vom 17.8.74, 7; weitere Hinweise bei Koch, 48.

7] Fall Diamond v. Oreamuno; vgl. dazu Forstmoser, Effektenhandel, 9f und Hopt/Will, 31 Anm.103.

8] "So lässt sich vom Praktiker -manche Jahre zurückblickend- sagen, dass die vermeintlich risikolosen Transaktionen der Insider sich in vielen Fällen als Fehlkalkulation auswirkten"; H. Vontobel, "Insider-Missbräuche im Börsenhandel", SHZ Nr.40a vom 4.10.74, 9.

Fall 4: Der Börsenkurs der Stammaktie Deutschlands ältester Bergwerksgesellschaft stieg im Verlaufe der sechziger Jahre um mehr als das Fünfzehnfache. Massgebend für diese drastische Kursentwicklung war das Vorhandensein hochwertigen Grundbesitzes und die Ausrichtung von Stilllegungsprämien. Den Recherchen eines Nachrichtenmagazins zufolge gelang es dem Alleinvorstand, rechtzeitig durch hohe Kreditfinanzierung mehr als ein Viertel des Grundkapitals aufzukaufen⁹.

Fall 5: Ein international tätiges Wertpapierinstitut trat mit einem bekannten amerikanischen Flugzeughersteller zu einer Zeit in konsortialgeschäftliche Verbindung, als dessen Gewinnaussichten sowie der künftige Dividendenverlauf allgemein sehr günstig beurteilt wurden. Nur wenige Wochen später setzte die Unternehmensleitung den Vize-Präsidenten des Emissionsinstituts über eine verlustreiche Geschäftsentwicklung und stark reduzierte Gewinnerwartungen in Kenntnis. Diese Meldung gelangte über die Angestellten des Instituts umgehend zu den Managern verschiedener Investmentgesellschaften, die sich ihrerseits nicht nur ihrer gesamten Aktienpakete entledigten, sondern darüber hinaus noch umfangreiche Leerverkäufe tätigten. Am Tag nach der Veröffentlichung jener Nachricht büsste die Flugzeugherstelleraktie knapp ein Viertel ihres Kurswertes ein¹⁰.

Informationsvorteile von der Art der Insiderinformationen sind schon begrifflich nur denkbar, wenn sie zum vornherein einer beschränkten Auswahl von Personen zustehen. Diese Schicht von Privilegierten pflegt sich im Laufe der Zeit zwar auch durch Indiskretionen¹¹, primär aber durch die Notwendigkeiten der Unternehmenstätigkeit, insbesondere der Unternehmensplanung, ständig zu erweitern. Dabei gilt die Regel, dass sich die Qualität der Information relativ zur Distanz vom Induzierenden bzw. Erstein-geweihten stetig vermindert.

C. Grundarten von Insiderpapieren

Handelsobjekte in den bisher aufgeführten Beispielen waren typischerweise durchwegs Aktien. Wie die Vergangenheit für Einzelfälle bestätigt, kann indes auch der Insiderhandel mit [Anleihe(n)-]Obligationen trotz geringerer Kursfluktuationen zu eindrucklichen Profiten führen kann.

9] Zum Fall Langenbrahm AG vgl. Hopt/Will, 24; H. Schmidt, Börsenorganisation zum Schutze der Anleger, Diss. Saarbrücken 1969, 260.

10] Zum Merrill Lynch-Fallkomplex vgl. Wojtek, 126, 132.

11] Kramis, 17 erblickt hierin offenbar die Hauptursache der Informationsausdehnung.

Fall 6: Der Kurs der 3 3/4 %-Obligationenanleihe einer schweizerischen Grossbank hatte sich infolge Kurspflege stets um pari herum bewegt. Im Frühjahr 1971 registrierte man in diesem Papier überraschend um mehrere Punkte anziehende Notierungen und lebhafte Umsätze, die gar zweistellige Millionenbeträge erreicht haben sollen. Gründe hierfür waren zunächst nicht ersichtlich, bis die Öffentlichkeit im folgenden Frühsommer darüber aufgeklärt wurde, dass die Anleihe vorzeitig zurückbezahlt bzw. zur Konversion in eine 6%-Optionsanleihe vorgesehen sei.¹²

III. Negative Auswirkungen des Insiderhandels

Mit Ausnahme weniger Exponenten, die die Gewinne aus Insidertransaktionen als selbstverständliche und legitime Attribute der unternehmerischen Innovations- und Pionierleistungen betrachten¹³, in staatlichen Beschränkungen des "bis anhin freien Aktienhandel[s] der Insider" eine "Auswanderungsgefahr von Spitzenpersonal" erblicken und daher den "aktiv treibenden Kräfte[n] eines jeden Betriebes" wiederum einen gewissen "Spielraum zur Erzielung persönlicher Gewinne" belassen wollen¹⁴ oder aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht die Nützlichkeit von Insidergeschäften für die Kursstabilisierung resp. die "richtige" Kursbildung unterstreichen¹⁵, werden die schädlichen Folgeerscheinungen von Insidermanipulationen heute gemeinhin anerkannt und verurteilt.

12] Zum Fall Schweiz. Bankgesellschaft vgl. Hopt/Will, 14 und W. Leibacher, "Haben an der Börse wirklich alle die gleichen Chancen?", TA vom 22.1.72, 45.

13] Historische Bedeutung erlangte der Kernsatz von H. G. Manne, Insider Trading and the Stock Market, New York 1966, 138: "Insider trading meets all the conditions for appropriately compensating entrepreneurs. It readily allows corporate entrepreneurs to market their innovations. As we have seen, this is not a direct marketing of the idea but rather a 'sale' of information about an innovation. Thus, although we do not allow entrepreneurs a direct proprietary interest in their ideas, we can allow recovery for their ideas by permitting them to exploit information about the existence of the ideas in a market primarily based on information." Das Werk von Manne entfachte eine ungewöhnlich lebhafte Diskussion; vgl. die zahlreichen Angaben bei W. Ballwieser, Insiderrecht und positive Aktienkurstheorie, ZfbF 1976, 234 Anm.10.

14] So H. Herschsohn, Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, SAG 1972, 184f.

15] Zusammenfassung und kritische Würdigung dieser Stimmen von Hopt/Will, 42ff. M. Kay, The Justice Report on Insider Trading, Mod.L.Rev. 1973, 189 warnt zurückhaltend: The point is "that it would be unwise to introduce a prohibition on insider trading before some attempt to prognosticate the economic repercussions of such a prohibition has been made. A cost-benefit approach may well yield a different result from a purely moral one." Ansätze zu einer Kosten/Nutzen-Analyse bei Fellmann, 83ff, relativierend 89.

A. Funktionsstörungen des Wertpapiermarktes

Theoretisch verfügt der Wertpapiermarkt in Gestalt der Effektenbörsen über quasi-optimale Preisbildungsstellen. Aus der Fülle der abstrakten Komponenten, die dem ökonomischen Gedankenmodell eines vollkommenen Marktes zugrundeliegen [Homogenität der Güter, Nutzen- bzw. Gewinnmaximierung der Marktpartner etc.], interessiert vorliegendenfalls diejenige der vollkommenen Markttransparenz: In Kenntnis sämtlicher Marktbedingungen stehen sich die Teilnehmer als gleichsam Allwissende gegenüber. Eine derart ideale Formation kann in der ökonomischen Wirklichkeit freilich nicht wiedergefunden werden. Quantitative und qualitative Informationsunterschiede bilden realistischerweise den Regelfall¹⁶. Soweit die reichere Entscheidungsgrundlage¹⁷ des einen Partners als Sammelpunkt allgemein, also auch dem andern Partner zugänglicher Daten anzusehen ist, entfallen bei deren Verwertung -vorbehältlich allfälliger, hier allerdings nicht interessierender Kursmanipulationen- wettbewerbsfremde Verzerrungen der Angebots- resp. Nachfragekurve. Soweit aber gewisse Informationsmonopolisten¹⁸ aufgrund ausserhalb des direkten Wettbewerbs erzielter Machtpositionen¹⁹ nicht unmittelbar leistungsbezogene Voraussetzungen in den Markt einbringen, beseitigen sie die Chancengleichheit der Teilnehmer und verfälschen damit die Wettbewerbsfunktion des Wertpapiermarktes²⁰.

Die Problematik zieht indes noch weitere Kreise: Am Wertpapiermarkt als wichtigem Teil des Kapitalmarktes wird der Wunsch des Unternehmens nach langfristigem Eigen- und Fremdkapital²¹ mit dem Bedürfnis des Anlegers nach renditetragendem und frei

16] Vgl. Fellmann, 1ff; U. Pfisterer, Machtmissbrauch im Wertpapierhandel durch Insider, Tübingen 1976, 6.

17] Effektenmarktteilnehmer fällen ihre Entscheidung über Kauf oder Verkauf eines bestimmten Titels generell zu einem von ihnen beabsichtigten Zeitpunkt und einem von ihnen gewünschten Kurs aufgrund ihres Entscheidungsfeldes, ihrer Erwartungen über die künftige Kursentwicklung, die sie aus einem gegebenen Informationsstand ableiten, sowie ihrer Präferenzordnung. Das Entscheidungsfeld ist dabei allgemein definiert durch eine "endliche Zahl von Handlungsmöglichkeiten, die der Entscheidende aufgrund seiner verfügbaren Ressourcen und der Beschränkungen ergreifen kann, die ihm von seiner Umwelt auferlegt werden". Vgl. T. Böttcher, Eine Theorie der Aktienkursbewegung, Frankfurt a.M. 1972, 3.

18] Ausdruck von Mettler, 87 Anm.3.

19] Die Macht durch Verfügung über Information als Erscheinungsform ökonomischer Macht behandelt ausführlich Fellmann, 9ff.

20] Vgl. E. Schwarz, Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, DB 1971, 1605.

21] Zur Substitutionskonkurrenz zwischen dem Kreditmarkt für Eigenfinanzierung und demjenigen für Fremdfinanzierung und den [möglichen] Störwirkungen von Insidertransaktionen vgl. Fellmann, 25 und Pfisterer, 7.

abrufbaren Investitionen in Einklang gebracht²². Dieses Gleichgewicht kann so lange aufrechterhalten werden, als der Anleger dem zwangsläufig formalisierten und nur schwer durchschaubaren²³ Wertpapiermarktgeschehen Vertrauen entgegenbringt. Fühlt er sich aber durch Insideroperationen in seinen Chancen beeinträchtigt, reagiert er möglicherweise mit dem Entzug seiner Mittel oder sieht von einem Engagement zum vornherein ab²⁴. Die hypothetischen Folgen sind bekannt: Eine Störung der Allokation knapper privater Ressourcen auf einem Teilmarkt kann angesichts bestehender Interdependenzen zwischen den einzelnen Märkten "das Gefüge des gesamten Kreditmarktes verletzen und damit einen der wesentlichen Lenkungsmechanismen der Marktwirtschaft ausser Kraft setzen"²⁵.

B. Beeinträchtigung gesellschaftspolitischer Konzepte

Auch in der Schweiz bestehen Bestrebungen zur breiteren Streuung des Wertpapierbesitzes zwecks Beteiligung eines grösseren Publikums am Produktivvermögen der Volkswirtschaft²⁶. Inwiefern sich dieses Konzept mit dem bisherigen aktienrechtlichen Fundament verwirklichen liess, kann mangels statistischer Depoterhebungen nicht mit hinreichender Bestimmtheit festgestellt werden. Entsprechend ungewiss erscheint denn auch, ob sich diejenigen Wirtschaftssubjekte, die über Wertpapierbesitz verfügen und am Markt als Nachfrager oder Anbieter auftreten, gegenwärtig [noch immer] "zum weitaus überwiegenden Teil" aus höheren Einkommensschichten rekrutieren²⁷. Mit einiger Gewissheit darf indessen davon ausgegangen werden, dass das vermögenspolitische Ziel einer Marktumstrukturierung durch Herbeiführung tieferer Einkommensgruppen auf längere Sicht nur unter der Voraussetzung lauterer und fairer Marktverhältnisse zu erreichen ist. Dem läuft jedoch die missbräuchliche Verwertung von Insiderinformationen diametral entgegen. Vertrauen wird verspielt, und es spricht "dem

22] Konzis R. Tschäni, Funktionswandel des Gesellschaftsrechts, [Diss. Zürich] Bern 1978, 88.

23] Vgl. vorne 4.

24] Hopt/Will, 49.

25] Pfisterer, 9.

26] Vgl. den Zwischenbericht der Arbeitsgruppe für die Ueberprüfung des Aktienrechtes, Lausanne/Bern 1972, 37 Rz.59. Als konkretes Beispiel kann die projektierte aktienrechtliche Bestimmung über Kleinaktien [Art.622 IV VE] angeführt werden; vgl. dazu etwa E. Homburger, Kleinaktien und nennwertlose Aktien, in: Revision des Aktienrechtes, SA aus SAG 1976, Heft 1/2, Zürich 1976, 115f.

27] So aber Fellmann, 32.

staatlichen Anliegen Hohn ..., wenn Spargelder der an den Wertpapiermarkt Herangeführten durch Insider abgeschöpft werden"²⁸.

C. Beeinträchtigung individueller Anlegerinteressen

Gelegentlich wurde in der Literatur die Meinung vertreten, der Anleger erleide durch das Insidergeschäft keinen Vermögensschaden²⁹. In Ergänzung zur herkömmlichen, freilich wenig stichhaltigen Argumentation könnte bei streng formaler Betrachtungsweise folgende Begründung angeführt werden: Der Anleger disponiert über einen marktmässig gehandelten Gegenstand, dessen Preis sich nach der jeweiligen Angebots- und Nachfragesituation richtet. Dieser Preis [=Kurs] markiert das Entsprechungsverhältnis von Leistung und Gegenleistung aufgrund einer vorgegebenen Knappheitssituation. Eine Diskrepanz von Leistung und Gegenleistung ist in diesem Sinne nicht möglich. Der Anleger wird demnach nicht übervorteilt; er erleidet keine Vermögenseinbusse. Diese Begründung basiert auf der ökonomischen Fiktion des vollkommenen Marktes. Sie muss sich in materieller Hinsicht entgegenhalten lassen, dass der Kurs per se nur selten den "wahren Wert" des Papiers widerspiegelt. Gerade beim Insidergeschäft ist dies schon begrifflich nicht der Fall. Der Anleger handelt in Unkenntnis des "wahren Wertes" [im Sinne eines auf einem vollkommenen Markt erzielbaren Preises] und erwirbt das Papier über resp. veräussert es unter jenem Idealniveau³⁰.

Sensu technico kann bei Abschluss des Insidergeschäfts i.d.R. noch nicht von einem effektiven, rechnerisch nachprüfbareren Vermögensschaden des Anlegers gesprochen werden. Strenggenommen handelt es sich lediglich um eine Vermögensgefährdung, die allerdings -je nach der objektiven Eintrittswahrscheinlichkeit der dem Insidergeschäft nachfolgenden Kursveränderung- bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise u.U. bereits eine Verschlechterung der ursprünglichen Vermögenslage bedeutet³¹. So gesehen sind aber nur wenige Ausnahmefälle denkbar, in denen dem Anleger aus einer Insidertransaktion seines [imaginären] Marktpartners keine individuelle Vermögenseinbusse erwachsen würde.

28] Hopt/Will, 51.

29] Vgl. die Hinweise und Kritik von Hopt/Will, 46ff.

30] Zu alledem v. Renner, Der Schutz des Kapitalanlegers gegen die Ausnützung von Informationsvorteilen im Aktienhandel, Diss. Mannheim 1976, 10f.

31] Zutreffend Bruns, Wertpapierhandel, 52f.

§ 3 DER INSIDERHANDEL ALS FRAGE DES GELTENDEN BUNDESRECHTS

Die schweizerische Rechtsordnung kennt vorderhand keine spezifische Norm, aus der sich ein Verbot des Insiderhandels herleiten liesse. Man wird daher zur rechtlichen Bewertung der Problematik auf eine Untersuchung der geltenden allgemeinen und speziellen Regeln zivilen und öffentlichen Rechts verwiesen.

I. Beurteilung nach obligationenrechtlichen Bestimmungen

A. Irrtum, Täuschung und Uebervorteilung

1. Nach Art.23 OR ist ein Vertrag für jene Partei unverbindlich, die sich beim Abschluss in einem wesentlichen Irrtum befunden hat. Die "Wesentlichkeit" als Drehpunkt dieser Vorschrift findet ihre beispielhaft verstandene Konkretisierung einerseits in den Tatbeständen des Erklärungsirrtums¹, andererseits im praktisch bedeutsameren Tatbestand des Grundlagenirrtums gemäss Art.24 Abs.1 Ziff.4 OR². Danach ist subjektiv erforderlich, dass der Irrende den Sachverhalt als notwendige Grundlage seines Willensentschlusses betrachtete, objektiv, dass dieser Sachverhalt nach Treu und Glauben im Geschäftsverkehr als notwendige Grundlage des Rechtsgeschäfts [condicio sine qua non] zu betrachten ist³. Die entscheidende Grenzlinie nach unten bildet der unbeachtliche Motivirrtum⁴.

Gerade diese Grenzlinie wurde vom Bundesgericht mit Bezug auf den börsenmässigen Ankauf kursfähiger Wertpapiere in einem weit zurückliegenden Entscheid stark nach oben gedrängt: Bei derartigen Geschäften habe der Erwerber mit der Möglichkeit zu rechnen, "dass dem Papier der Wert, der ihm vorher im allgemeinen auf Grund bekannter Unterlagen [veröffentlichter Bilanzen und Geschäftsberichte usw.] beigelegt wurde,

1] Art.24 I Ziff.1-3 OR.

2] Ausführlich zum Grundlagenirrtum H. Becker, Berner Kommentar [1941, unveränderter Nachdruck 1974] zu Art.1-183 OR, N18ff zu Art.24; T. Guhl/H. Meiz/M. Kummer, Das Schweizerische Obligationenrecht, 7. Aufl. Zürich 1980, 121ff; E. A. Kramer, Eine Wendung der Rechtsprechung des Bundesgerichts zum Grundlagenirrtum?, SJZ 1970, 177ff; K. Oftinger, Bundesgerichtspraxis zum Allgemeinen Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, 2. Aufl. Zürich 1973; 101ff; H. Oser, Zürcher Kommentar [2. Aufl. 1929] zu Art.1-183 OR, N38ff zu Art.24; A. von Tuhr/H. Peter, Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, 3. Aufl. Zürich 1979, 308ff.

3] Vgl. von Tuhr/Peter, 308f, mit Hinweisen auf die bundesgerichtliche Rspr. in Anm.36.

4] Art.24 II OR.

in Wirklichkeit aus gewissen, nicht in die Öffentlichkeit gedruckenen Gründen abgeht oder dass es sogar ganz wertlos ist". Ohne gegenteilige Abrede habe man daher als Wille der Parteien anzunehmen, "dass der Käufer das Papier insoweit auf seine Gefahr hin erwirbt". Bei dieser Sachlage könne aber sein Irrtum nicht als wesentlicher gelten⁵. Derartige Erwägungen entsprachen zweifellos dem damaligen Rechtsempfinden⁶. Schwerer wiegt indes, dass das Bundesgericht offenbar auch heute noch mit wenigen, allerdings einheitlich auf Individualgeschäfte zugeschnittenen Ausnahmen⁷ an seiner ursprünglichen Auffassung festhält⁸. In der Tat deklassiert es damit den Börsenhandel zum blossen "Hazardspiel", muss sich aber darüber hinaus in juristischer Hinsicht auch den Vorwurf einer ungerechtfertigten Besserstellung des im individuellen Handel tätigen Outsider-Investors gefallen lassen⁹.

Als Fazit bleibt jedenfalls festzuhalten, dass dem uninformierten Käufer und wohl in gleichem Masse dem Verkäufer bei Börsentransaktionen aus der genannten Irrtumsregel kein Schutz erwächst¹⁰.

2. Art.28 OR gewährt demjenigen Kontrahenten ein Anfechtungsrecht, der von seiten seines Partners [oder eines Dritten] durch absichtliche Täuschung zum Vertragsabschluss verleitet worden ist. Der erregte Irrtum braucht dabei kein wesentlicher zu sein¹¹. Er hat sich jedoch auf Tatsachen zu beziehen, die Gegenstand des Wissens sein können, so dass solche Fälle nicht als Täuschung zu qualifizieren sind, bei denen bloss, ihrer Natur nach unsichere Erwartungen [z.B. hinsichtlich der künftigen Kursentwicklung eines Wertpapiers] geweckt werden¹².

5] BGE 41 II 575.

6] Treffend in diesem Zusammenhang die [allerdings auf deutsche Verhältnisse zugeschnittene] Feststellung von Flachmann, 593f: "Das wohlhabende Bürgertum, dessen Kapital und Einsatz die Börsen jener Zeit trugen, brauchte und wollte den weitgehenden Schutz, den heute moderne ausländische Insider-Regelungen bieten, nicht. Es mag eine Ueberschätzung sein, die Börsenmitglieder von damals und ihre Kundschaft alle als Insider zu bezeichnen". Illustrativ auch der daselbst zitierte, offenbar von W. Hankel, "Börsenreform-Magna Charta für Aktiensparer", HB vom 17.3.69 stammende Ausdruck des "closed-shop der professionals".

7] BGE 97 II 45ff, 79 II 161ff, 43 II 493ff.

8] In BGE 97 II 46 wird die vorstehend dargelegte Argumentation wiedergegeben und m.E. auch implizite vollumfänglich bestätigt.

9] Dazu ausführlicher Fellmann, 221ff.

10] Ebenso Forstmoser, Effektenhandel, 22.

11] Gem. Gühl/Merz/Kummer, 128 ist dies darauf zurückzuführen, dass die Täuschung einen "Verstoß gegen die gute Sitte und den geschäftlichen Anstand" darstellt. M.E. liegt der Grund eher in der Beeinträchtigung der Freiheit des Willensentschlusses beim Getäuschten.

12] So deutlich von Tuhr/Peter, 320. Ähnlich Becker, N3 zu Art.28 und B. von Büren, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, Zürich 1964, 217.

Einigkeit herrscht in der schweizerischen Lehre und Rechtsprechung dahin, dass die arglistige Täuschung neben der aktiven Erweckung des Irrtums durch Vorspiegelung unrichtiger Tatsachen auch die Unterdrückung wahrer Fakten durch Verletzung einer Auskunftspflicht gegenüber dem Vertragspartner umfasst¹³. Probleme wirft nun namentlich die Frage auf, wann den Kontrahenten eines Effektengeschäfts jene Offenbarungspflicht¹⁴ trifft, deren Verletzung die gegnerische Willensäusserung mit einem Mangel behaftet sein lässt. Zur Klärung dieser Frage wird primär davon auszugehen sein, dass es sich beim Effektengeschäft um einen Interessengegensatzvertrag, insbesondere um einen Güteraustauschvertrag mit vordergründiger Profitmaximierung und spezifischer Risikopräferenz handelt¹⁵. Konsequenterweise reduziert sich bei derartigen Verträgen -z.B. im Gegensatz zu den Interessenvergemeinschaftungsverträgen- das pflichtige Offenbarungsvolumen der besserinformierten Partei.

Das Bundesgericht setzte bereits vor gut 60 Jahren mit seiner gegenüber Börsengeschäften nunmehr kalkulierbaren Haltung den folgenden Markstein: "Eine Rechtspflicht zur Mitteilung kann ... um so weniger bestehen, als man es mit Verkäufen von Wertpapieren an der Börse zu tun hat, welche Verkäufe sich für das nämliche Papier innerhalb eines grösseren Personenkreises regelmässig wiederholen, und zwar gewöhnlich kommissionsweise, zwischen Parteien, die einander persönlich nicht nahe treten. Hier den Verkäufer zur Klarlegung der Sachlage zu verhalten, würde den börsenmässigen Umsatz der Papiere in einer mit dem gerechtfertigten Bedürfnisse des Verkehrs unverträglichen Weise hemmen"¹⁶. Wenig später prägte es schliesslich den Leitsatz, "...nei negozi concernenti titoli e valori finanziari e specialmente azioni, il venditore non sia tenuto a comunicare al compratore le circostanze dalle quali quest'ultimo potrebbe formarsi un giudizio sul valore del titolo che intende acquistare: [es folgt eine Ausnahme für Extremfälle, die wohl erstrangig auf das Individualgeschäft zugeschnitten sein dürfte]"¹⁷. Während letztere Erwägung generell auf dem Gedanken einer

13] Vgl. z.B. Becker, N6 zu Art.28; Oser, N3 zu Art.28.

14] Dabei wird als selbstverständlich vorausgesetzt, dass unsere Rechtsordnung keine spezifische Mitteilungspflicht für solche Arten von Geschäften kennt. Aber auch eine allgemeine Rechtspflicht fehlt weitgehend; Ausnahmen: Vereinzelte Gesetzesbestimmungen [z.B. Art.610 II ZGB, Art.4f VVG], Treu und Glauben, Gewohnheitsrecht und rechtsgeschäftliche Vereinbarung.

15] Vgl. Fellmann, 230. H. V. Gilomen, Absichtliche Täuschung beim Abschluss von Verträgen nach schweizerischem Obligationenrecht, Diss. Bern 1950, 71 bezeichnet die Börsengeschäfte in allgemeiner Manier als ausgesprochen spekulativ. B. von Büren, Schweizerisches Obligationenrecht, Besonderer Teil [Art.184-551], 228f zieht dann doch immerhin eine scharfe Trennlinie zwischen dem Börsengeschäft [= "Geschäft der allerrealsten Art"] und dem aleatorischen Rechtsgeschäft.

16] BGE 41 II 578.

17] BGE 43 II 491f.

stark reduzierten Schutzwürdigkeit risikobehafteter Wertpapiergeschäfte basiert, berührt die erstgenannte Passage im Grunde einen auf alle potentiellen Mechanismen des Zivilrechts übergreifenden Problemkreis: jenen der Anonymität des Börsenhandels und des aus ihr erwachsenden Beweisnotstandes schutzzuchender Outsider.

Lassen bereits diese Erkenntnisse auf eine arg geschmälerierte Effizienz des zivilrechtlichen Betrugstatbestandes schliessen, wirft namentlich der [kommissionsweise] Selbsteintritt der Banken¹⁸ zwischen In- und Outsider zusätzliche Schwierigkeiten auf¹⁹. Zusammenfassend kann demnach bestätigt werden, dass dem aussenstehenden Investor bei klassischen Insidertransaktionen in Gestalt des Art.28 OR regelmässig kein tauglicher Behelf zur Verfügung steht²⁰.

3. Nach Art.21 OR ist ein Vertrag einseitig unverbindlich, wenn er ein offenes Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung begründet und durch Ausbeutung der Notlage, der Unerfahrenheit oder des Leichtsinns des Vertragspartners zustande gekommen ist.

Allein die Ueberwindung des sich aus dem Tatbestandselement des "offenen"²¹ Missverhältnisses" ergebenden Hemmnisses wird den anfechtenden Investor vor kaum überwindliche Probleme stellen. Massgebend für die Frage des Missverhältnisses ist nämlich allemal der objektive Wert der Leistungen "unter Berücksichtigung der grössten oder geringeren Sicherheit"²². Im Lichte der etablierten bundesgerichtlichen Rechtsprechung dürfte diese Komponente des zivilrechtlichen Wuchers gerade im Falle des mit "Höchstisiken" belasteten Börsengeschäfts nur bei extremen Wertdifferenzen als erfüllt gelten.

Aber auch das Merkmal der "Ausbeutung" einer in der Person des Anlegers vielleicht zu unterstellenden Unerfahrenheit²³ wird nur selten vorliegen und in praxi nie nachzuweisen sein: Der angeblich Uebervorteilte müsste erstellen können, dass der kontrahierende Insider sowohl vom offensichtlichen Missverhältnis als auch von der Unerfah-

18] Vgl. Art.436f OR.

19] Ausführlicher Fellmann, 234f.

20] Gl.M. Forstmoser, Effektenhandel, 22.

21] Dazu Becker, N4 zu Art.21; E. W. Stark, Die Uebervorteilung [Art.21 OR] im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung, in FS zur Hundertjahrfeier des Bundesgerichts, Basel 1975, 381.

22] von Tuhr/Peter, 344; ähnlich Becker, N1 zu Art.21 und Oser, N6 zu Art.21.

23] Erst in der neueren, vom BGer. geschützten Rspr. konnte sich ein etwas extensiver interpretierter Begriff der "Unerfahrenheit" durchsetzen; vgl. namentlich BGE 92 II 175f.

renheit nicht nur Kenntnis hatte, sondern die gegnerische Schwäche zur Erzielung übermässiger Vorteile wissentlich und willentlich ausnützte²⁴ - eine Obliegenheit, der angesichts der Anonymität und Schablonisierung des berufsmässigen Effektenhandels regelmässig nicht entsprochen werden kann. Auch die Uebervorteilungsregel erweist sich demnach für den Outsider als wenig fruchtbarer Buchstabe²⁵.

B. Unerlaubte Handlung und culpa in contrahendo

1. Für die Entstehung einer Schadenersatzpflicht aus unerlaubter Handlung ist gemäss Art.41 OR erforderlich, dass der Insider dem Outsider widerrechtlich und absichtlich oder fahrlässig Schaden zufügt²⁶.

Abgesehen von der delikaten rechtspolitischen Frage, ob und in welchen Grenzen die Zuerkennung von Schadenersatz überhaupt wünschenswert erscheint²⁷, manifestiert sich die Insuffizienz dieser Ausgleichsregel in besonders deutlichem Masse am Erfordernis der adäquaten Kausalität²⁸. Zur Veranschaulichung kann auf ein Beispiel Rückgriff genommen werden²⁹: Insider I veräussert an der Börse in privilegierter Kenntnis einer massiven Verschlechterung der Ertragslage 100 Inhaber-Aktien der Q-AG. Die Q-Aktien sind Gegenstand eines regelmässigen und umsatzstarken Handels. Zufälligerweise und unabhängig von der Verkaufsorder des I kauft Anleger A gleichentags 100 Q-Aktien. I kennt A nicht und wird aufgrund des Selbsteintritts der beteiligten Bank im kommissionsweisen Börsenhandel auch nie erfahren, wer seine Papiere erworben hat. Via EDV-Anlage der Bank wird nun der Verkaufsposten des I mit dem Kaufsposten des A abgedeckt. Parallel zu dieser Transaktion laufen aber über dieselben Institute weitere Transaktionen in Q-Aktien, die umsatzmässig ein Mehrfaches ausmachen. Die Aufträge von I oder A hätten demnach mit einem beliebigen Gegenauftrag abgedeckt werden

24] Vgl. statt vieler Becker, N9 zu Art.21.

25] Ebenso Forstmoser, Effektenhandel, 22.

26] Für die allgemeinen Haftungsvoraussetzungen [Schaden, Kausalzusammenhang, Widerrechtlichkeit und Verschulden] vgl. aus der wahren Fülle der Literatur namentlich A. Keller, Haftpflicht im Privatrecht, 3. Aufl. Bern 1978, 39ff sowie K. Oftinger, Schweizerisches Haftpflichtrecht I, 4. Aufl. Zürich 1975, 53ff.

27] Vgl. zu dieser Problematik, die sich mit der nachstehend beschriebenen teilweise deckt, ausführlich G. H. Roth, Schadenersatzpflicht bei Börsengeschäften von Insidern im amerikanischen Recht, RebelsZ 1974, insbes. 723f.

28] Vgl. dazu die Paraphrasierung in BGE 89 II 250 [Abdr. bei Oftinger, Bundesgerichtspraxis, 235].

29] Vgl. Fellmann, 240f.

können. Die Abwicklung der Kaufsorder von A erfolgte also unabhängig von der simultanen Insidertransaktion des I. Dies bedeutet jedoch, dass der Schaden des A auch ohne die schädigende Handlung des I eintreten kann, dass m.a.W. die adäquate Kausalität zwischen Erfolg und Ursache verneint werden muss.

Sieht man von vereinzelten Extremfällen ab, erweist sich die ausservertragliche Ersatzregel für den ahnungslosen Anleger aus einem weiteren Grund als Nullbehelf: De lege lata besteht an sich keine allgemeine Rechtspflicht des [vorausinformierten] Verkäufers oder Käufers, die Gegenpartei über den gegenwärtigen oder zukünftigen Wert des Handelsobjekts zu orientieren. Dies gilt bekanntlich in spezieller Ausprägung für das risikobehaftete Börsengeschäft. Das Verhalten des Insiders kann infolgedessen schon nach der objektiven Theorie des Bundesgerichts nicht als Verstoss gegen geschriebene oder ungeschriebene Gebote des eidgenössischen oder kantonalen, privaten oder öffentlichen Rechts³⁰ qualifiziert werden. Damit entfällt indes regelmässig das zur Entstehung einer Schadenersatzobligation aus unerlaubter Handlung nach Art.41 OR begriffswesentliche Merkmal der Widerrechtlichkeit³¹.

2. Die fehlende Orientierung des Outsiders durch den Insider liegt strenggenommen im Vorfeld rechtsgeschäftlichen Kontakts, d.h. in einem von Treu und Glauben geregelten Grenzgebiet zwischen Delikt und Vertrag, das die Verhandlungspartner der gewohnheitsrechtlich anerkannten Haftung für culpa in contrahendo unterstellt. Würde man gestützt auf Art.2 ZGB eine Loyalitätspflicht des Insiders bejahen, was einzig im Hinblick auf den späteren Abschluss eines Individualgeschäfts und allein in bezug auf die Kundgabe zentral entscheidungsrelevanter Tatsachen der Fall sein dürfte, wäre der Schadenersatz nach heute wohl vorherrschender Auffassung selbst ermangels eines [gültigen] Wertpapiergeschäfts nicht nach deliktischen Grundsätzen, sondern in Analogie zur Vertragsverletzung zu behandeln³².

30] Vgl. BGE 90 II 279f, 88 II 280f, 82 II 28, 75 II 212, 71 II 192 etc.

31] Ebenso Forstmoser, Effektenhandel, 20; Herschsohn, Handel mit Aktien, 175.

32] Allgemein für eine Behandlung analog der Vertragshaftung namentlich von Tuhr/Peter, 193; im Ergebnis ebenso E. Bucher, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil ohne Deliktsrecht, Zürich 1979, 254f; für das deutsche Recht ausführlich etwa E. Schmitz, Dritthaftung aus culpa in contrahendo, [Diss. Köln] Berlin 1980, 17ff. Die Gegenansicht vertreten Guhl/Merz/Kummer, 93; P. Piotet, Culpa in contrahendo, Bern 1963, 24ff. Differenzierend W. Schönenberger/P. Jäggi, Zürcher Kommentar [3. Aufl. 1973] zu Art.1-17 OR, N591ff zu Art.1.- Mit Bezug auf die Insiderproblematik relativierend Forstmoser, Effektenhandel, 20f; dazu kritisch Fellmann, 243f Anm.4.

C. Kaufrecht

Nach der hier allein interessierenden, für den Wertpapierkauf analogieweise anwendbaren³³ Sachgewährleistungsregel von Art.197 OR³⁴, die sich im Falle eines Kaufs von Mitgliedschaftstiteln über die eigentlichen Sachmängel der Urkunde hinaus auch auf allfällige Rechtsmängel³⁵ erstreckt, haftet der Verkäufer dem Käufer zunächst für die zugesicherten Eigenschaften des Kaufgegenstandes. Der Zusicherung fähig sind nach herrschender Lehre generell "alle in der substantiellen Sachbeschaffenheit wurzelnden Verhältnisse, die zufolge ihrer Art und Dauer nach der Verkehrsauffassung einen Einfluss auf die Brauchbarkeit und Wertschätzung der Kaufsache zu üben pflegen"³⁶. Zu ihnen gesellen sich auch die wirtschaftlichen Beziehungen der Kaufsache zu ihrer Umwelt, so etwa Angaben über betriebliche Ertragsfaktoren³⁷, Dividendengarantien und sogar Zusicherungen hinsichtlich des Aktienwertes zu einem bestimmten Zeitpunkt, obwohl der Wert eines Kaufsobjektes an sich nicht Eigenschaft der Sache selbst ist³⁸. Ob alledem muss indes davon ausgegangen werden, dass man an unseren hochfunktionalisierten Effektenmärkten in aller Regel keine derartigen Garantien abzugeben pflegt. Die Bedeutung der genannten Gewährleistungspflicht reduziert sich damit allenfalls auf das individuelle Wertpapiergeschäft.

Der Verkäufer hat dem Käufer sodann auch ohne spezielle Zusicherung für die körperliche und rechtliche Mangelhaftigkeit des Kaufgegenstandes einzustehen. Mit Bezug auf das Wertpapiergeschäft wird seine Haftung im erstgenannten Fall namentlich dann ausgelöst, wenn die Urkunde als solche beschädigt ist, Teile davon fehlen oder ihr Inhalt unecht ist³⁹. Abgesehen von der praktischen Seltenheit solcher Mängel dürfte hier

33] Vgl. z.B. P. Jäggi, Zürcher Kommentar [1959] zu Art.965-989 und 1145-1155 OR, N164 zu Art.967, *ibid.* m.w.H.

34] Die Eviktionsmechanismen von Art.192ff OR spielen beim Kauf von Wertpapieren öffentlichen Glaubens angesichts der gesetzlich gesicherten Position des gutgläubigen Erwerbers praktisch keine Rolle. Dazu ausführlich etwa P. Baldi, Ueber die Gewährleistungspflicht des Verkäufers von Aktien, insbesondere beim Verkauf aller Aktien einer Gesellschaft, Diss. Zürich 1975, 54ff.

35] Zur oftmals problematischen Abgrenzung gegenüber der Rechtsgewährleistung von Art.192 OR vgl. allgemein H. Giger, Berner Kommentar [1979] zu Art.184-215 OR, N64ff zu Art.197.

36] Baldi, 69 und R. Furrer, Beitrag zur Lehre der Gewährleistung im Vertragsrecht, Diss. Zürich 1973, 43, beide m.w.H.

37] Vgl. BGE 88 II 410, 79 II 159, 63 II 78.

38] Vgl. Baldi, 69f.

39] Vgl. G. Weiss, Das Verhältnis der sachenrechtlichen Bestimmungen über den Schutz des gutgläubigen Erwerbers zur Entwehrung und Mängelhaftung beim Wertpapierkauf, in FS T. Guhl, Zürich 1950, 160, gestützt auf T. Jaeger, Die Haftung des Verkäufers für die Mängel der Fahrniskaufsache nach schweizerischem Obligationenrecht, Diss. Zürich 1911, 24f.

die obligationenrechtliche Sachgewährleistung schon deshalb unbeansprucht bleiben, weil in den börsenrechtlichen Usanzen in Gestalt der Bestimmungen über die "Lieferbarkeit" der Titel eigene Gewährleistungsbehelfe niedergelegt sind⁴⁰. Ähnliche Überlegungen gelten für die Haftung für Sachmängel rechtlicher Natur. Gewährleistungsinhalt bildet dabei in erster Linie die rechtliche Existenz des Aktienrechts⁴¹. Soweit in diesem Zusammenhang gewisse öffentlich- und privatrechtliche Benützung- oder Verfügungsbeschränkungen reklamiert werden, bietet das Börsenrecht wiederum eine spezielle und einfachere Handhabe⁴². Hinter der vorstehenden, für das klassische Insidergeschäft schlechthin bedeutungslosen Behelfskombination verläuft jedoch erwartungsgemäss auch die Auslegungsgrenze in der bundesgerichtlichen Rechtsprechung: Entsprechende Zusicherungen ausgenommen, greift die "Haftung des Verkäufers für den vorausgesetzten wirtschaftlichen Wert des Unternehmens [Rentabilität und sonstige tatsächliche Verhältnisse] nicht Platz [...]; denn die Beschaffenheit des Vermögens einer Vereinigung mit Rechtspersönlichkeit bildet keine Eigenschaft des einzelnen Mitgliedschaftsrechtes"⁴³. Stellt man darüber hinaus in Rechnung, dass es dem Effektenkäufer angesichts des Instituts der Sammeldepotverwahrung praktisch ohnehin verwehrt sein dürfte, seiner Prüfungsobliegenheit nach Art.201 OR zu entsprechen⁴⁴, erweisen sich auch die Gewährleistungsmechanismen als weitgehend ineffiziente Schutzbehelfe⁴⁵.

40] §5 i.V.m. §6 Zürcher Usanzen vom 11.8.1975; §5 i.V.m. §6 Basler Usanzen vom 11.12.1944; Art.47 i.V.m. Art.48 Genfer Reglement vom 27.8.1980. Art.21 i.V.m. Art.22 Berner Reglement vom 7.3.1980; Art.36 i.V.m. Art.38 Lausanner Reglement vom 20.11.1979; Art.24 i.V.m. Art.25 Neuenburger Reglement vom 3.10.1975; Ziff.7 St.Galler Reglement vom 21.11.1933 [mit Verweis auf die Zürcher Usanzen].

41] Weitere mögliche Inhalte nennt Baldi, 67 m.w.H.

42] Jeweils i.V.m. den in Anm.40 hievor bezeichneten Bestimmungen: §20 Zürcher Usanzen; §20 Basler Usanzen; Art.50 Genfer Reglement. Art.26 Berner Reglement; Art.37 Lausanner Reglement; Art.26 Neuenburger Reglement; Ziff.7 St.Galler Reglement.

43] BGE 79 II 159 mit Hinweisen auf die Lit. Unmissverständlich auch von Büren, Beso. Teil, 25 Anm.97: "Gegenstand der Gewährleistungspflicht sind ausschliesslich sachliche oder doch funktionelle Gegebenheiten, die sich wirtschaftlich niederschlagen mögen, aber doch an der Sache haften, während die reine Wertbestimmung ausserhalb der Sache steht". Allein mit Bezug auf den Verkauf eines das Unternehmen "repräsentierenden" [Mehrheits-]Aktienpakets kritisch und einen Durchgriff durch die juristische Person "auf ihr reales Substrat" befürwortend Giger, N87f zu Art.197.

44] Realistisch von Büren, Beso. Teil, 27; wenig gewinnbringend ibid. aber der Hinweis auf die alternative Anwendbarkeit der Bestimmungen über den Grundlagenirrtum [dazu vorne 12f]. Allgemein und statt vieler zu diesem Thema T. Bühler, Zur sogenannten Alternative Gewährleistung - Irrtum im Kaufsrecht, SJZ 1978, 1ff.

45] Gl.M. Fellmann, 205ff, insbes. 209; Forstmoser, Effektenhandel, 19; Giger, N86 zu Art.197; Herschsohn, Handel mit Aktien, 176.

D. Arbeitsvertragsrecht

Vorbehältlich weniger zwingender Kündigungsbeschränkungen⁴⁶ steht es dem Arbeitgeber frei, einen Insidergeschäfte praktizierenden Arbeitnehmer bei Beobachtung der gesetzlichen oder vertraglichen Kündigungsfristen auch ohne Grundangabe zu entlassen⁴⁷.

Mangels expliziter vertraglicher Abmachungen⁴⁸ erscheint allerdings fraglich, ob der Insidermissbrauch eines Arbeitnehmers auch zu dessen fristloser Entlassung im Sinne von Art.337 OR berechtigt. Voraussetzung wäre diesfalls, dass der Missbrauch das gesetzliche Erfordernis des "wichtigen Grundes" als eines Umstandes, bei dessen Vorhandensein dem Kündigenden nach Treu und Glauben die Aufrechterhaltung des Arbeitsverhältnisses nicht mehr zugemutet werden kann, erfüllt. Welche konkreten Anforderungen dabei zu stellen sind, wird nicht näher ausgeführt und hängt nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung von den Umständen des Einzelfalles, namentlich von der Stellung und Verantwortung des Arbeitnehmers, der Natur und Dauer des Vertragsverhältnisses sowie von der Art und Schwere der Vorwürfe ab⁴⁹. Gewisse Gruppierungen finden sich alsdann in der Doktrin⁵⁰. Unter ihnen interessiert mit Bezug auf die vorliegende Problematik einzig der Verstoss gegen die Vertragstreue. Blosser Unkorrekt-

46] Art.336e, 336g OR [vom Arbeitgeber zu beobachten].

47] Art.336ff OR. Forstmoser, Effektenhandel, 19 Anm.39 nennt in diesem Zusammenhang einen [Einzel-]Fall, bei dem einem leitenden Angestellten wegen Insidergeschäften die Kündigung nahegelegt wurde.

48] Wegweisend in diesem Zusammenhang Art.26d des Personalreglementes I der Schweiz. Bankgesellschaft [Ausgabe März 1978]: "Insider-Informationen sind Kenntnisse, die dem Arbeitnehmer dank seiner beruflichen Stellung zugänglich sind, der Öffentlichkeit und den Kunden aber nicht oder noch nicht bekanntgegeben werden dürfen. Die Ausnützung solcher Informationen für Eigengeschäfte ist verboten, ebenso deren Weitergabe an Dritte." Bei Verletzung dieser Unterlassungspflichten drohen aus Art.7 lit.b fristlose Entlassung und aus Art.32 zudem Annulation bzw. Glättstellung des Geschäfts sowie ggf. weitere Massnahmen. Gem. Fellmann, 218 sind Vertragsvereinbarungen, die die Ausnützung von Insiderinformationen betreffen, im Bankensektor allgemein üblich. Bei wiederholten Zuwiderhandlungen seien auch schon Entlassungen vorgenommen worden. In den wichtigsten Industriezweigen fehlen indessen derartige Regelungen.

49] BGE 104 II 29.

50] Vgl. etwa H. Becker, Berner Kommentar [1934] zu Art.184-551 OR, N7ff zu Art.352 aOR; M. Rehbinder, Schweizerisches Arbeitsrecht, 5. Aufl. Bern 1979, 103; H. Roggwiler, Der "wichtige Grund" und seine Anwendung im ZGB und OR, [Diss. Zürich] Aarau 1957, 156ff; U. Streiff, Leitfaden zum neuen Arbeitsvertragsrecht, 3. Aufl. Zürich 1975, N3 zu Art.337. Zur Vorsicht bei der Auswertung der Präjudizien mahnt A. B. Brunner, Die ausserordentliche Kündigung des Arbeitsvertrages nach schweizerischem im Vergleich zum deutschen Recht, [Diss. Zürich] Bern 1979, 29.

heiten und Unregelmässigkeiten ohne Schadensfolgen fallen dabei ebenso ausser Betracht, wie jene dienstlich begangenen Unredlichkeiten gegenüber Dritten, die das Geschäft des Arbeitgebers nicht zu diskreditieren vermögen⁵¹. Damit verbleibt freilich nur ein schmaler Anwendungsbereich: Die Störung des Vertrauens muss von einer objektiven Schwere sein; sie muss aber auch effektiv eingetreten sein⁵². Ob eine Insidertransaktion unter diesen Umständen zu einem eigentlichen Loyalitätsbruch führen kann, ist für den Regelfall realistischerweise zu bezweifeln⁵³.

Selbst für jene Fälle, in denen eine fristlose Kündigung legitimerweise ausgesprochen werden kann, muss jedoch daran erinnert werden, dass der geschädigte Anleger aufgrund der inter partes-Wirkung arbeitsvertraglicher Verhältnisse keinerlei Ausgleichsansprüche geltend machen könnte. Störend wirkt weiterhin, dass die Kündigung nicht zuletzt auch in Abhängigkeit zur jeweiligen Situation auf den Arbeitsmärkten steht. Sie stellt daher jedenfalls keinen eigenständigen Behelf zur Eindämmung missbräuchlicher Insiderpraktiken dar.

E. Aktienrecht

Nach der aktienrechtlichen Organhaftungsnorm von Art.754 OR sind sämtliche mit der Verwaltung, Geschäftsführung oder Kontrolle betrauten Personen sowohl der Gesellschaft als auch den einzelnen Aktionären und Gesellschaftsgläubigern für den Schaden verantwortlich, den sie durch absichtliche oder fahrlässige Verletzung der ihnen obliegenden Pflichten verursachen. Diese Verantwortlichkeit betrifft auch die Liquidatoren.

Die Gesellschaft selbst ist allgemein ausgedrückt immer dann zur Verantwortlichkeitsklage berechtigt, wenn sie durch das pflichtwidrige und schuldhaftes Verhalten der Organe⁵⁴ unmittelbar geschädigt worden ist. Der Schaden ist dabei unabdingbares Haftungserfordernis⁵⁵. In bezug auf die Insiderproblematik dürfte aber nach allgemeiner

51] So namentlich Becker, N10f zu Art.352 aOR.

52] BGE 97 II 145/146.

53] Zweifel hegen auch Fellmann, 217f sowie Forstmoser, Effektenhandel, 19. Erschwerend tritt noch hinzu, dass dem Kündigenden die Beweislast für alle Tatsachen und Umstände obliegt.

54] Zum schweizerischen Organbegriff vgl. hinten 112f.

55] Vgl. P. Forstmoser, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Zürich 1978, 49 N125, mit dem Hinweis, im Verantwortlichkeitsrecht der AG sei grundsätzlich nur der Vermögensschaden von Belang; immaterielle Unbill bleibe demgegenüber regelmässig unbeachtlich [ibid. 50 N128].

und richtiger Auffassung⁵⁶ gerade dieses Element regelmässig fehlen^{57,58}. Hiegegen wurde -allerdings aus deutscher Sicht zu §§93 und 116 AktG- der Einwand erhoben, selbst in der Beeinträchtigung des Emissionskredites sei u.U. eine erhebliche Schädigung zu erblicken. Der Ruf einer Gesellschaft könne durch bekanntwerdende gravierende Insiderverstösse von Verwaltungsmitgliedern derart beeinträchtigt werden, dass sich etwa eine geplante Kapitalerhöhung als undurchführbar zu erweisen hätte. Der Schaden liege diesfalls u.a. in der Differenz zwischen dem hypothetischen "aktuellen" und dem effektiv gedrückten Ausgabekurs der jungen Aktien im späteren Zeitpunkt wegen Verschlechterung der Börsensituation, in den vergeblich aufgewendeten Vorbereitungskosten für die Kapitalerhöhung sowie in Verlusten infolge zwischenzeitlich unterbliebener Investitionen mangels anderweitiger Finanzierungsmöglichkeiten⁵⁹. Diesem Argument wurde indes entgegengehalten, die Frage der Placierbarkeit von Kapitalerhöhungen entscheide sich primär nach ökonomischen Kriterien. Dabei möge auch die Fachqualifikation eine Rolle spielen; es sei aber zu bezweifeln, dass eine Kapitalerhöhung auch bei erwartungsgemäss guter Rendite der jungen Aktien an der zweifelhaften moralischen Qualifikation einzelner Organträger scheitern könne⁶⁰. Diese Betrachtungsweise verdient ob ihrer Realitätsbezogenheit den Vorzug.

Geht man von einem beim Outsider eintretenden unmittelbaren⁶¹ Vermögensschaden aus, stellt sich [auch] für ihn das Kernproblem des Nachweises eines pflichtwidrigen Organverhaltens⁶². Die Verhaltens- und Unterlassungspflichten bestimmen sich dabei nach Gesetz, Statuten oder Reglementen und orientieren sich im weiteren Sinne stets

56] W. F. Bürgi/U. Nordmann-Zimmermann, Zürcher Kommentar [1979] zu Art.739-771 OR, N82 zu Art.753/754; Fellmann, 213f; Forstmoser, Effektenhandel, 17.

57] Dieser Punkt bleibt von Herschsohn, Handel mit Aktien, 178 unbeachtet, wenn er der Gesellschaft aus Art.754 OR einen Vermögensanspruch einräumen will.

58] Grundvoraussetzung ist freilich, dass die Gesellschaft überhaupt klagt. Zieht man in Betracht, dass die Geltendmachung von Verantwortlichkeitsansprüchen der Entscheidungskompetenz eben jener Verwaltungsmitglieder zufallen kann, die Insidergeschäfte getätigt haben, verringern sich die Chancen entsprechend.

59] So D. Rümker, Zur Auslegung der Insiderhandels-Richtlinien, BB 1972, 1211, als Entgegnung zu Schwark, Insider-Geschäfte, 1606, 1607.

60] Bruns, Wertpapierhandel, 76.

61] Die Geltendmachung eines Sekundärschadens gem. Art.755 OR würde den Outsider freilich wieder vor das bereits skizzierte Problem stellen. Der mittelbare Schaden spielt aber für den Investor bei Insidergeschäften ohnehin eine untergeordnete Rolle; a.M. offenbar Kramis, 36.

62] Von Forstmoser, Verantwortlichkeit, 57 N176 wird zu Recht vermerkt, dass sich der von der Lehre und Judikatur verwendete Widerrechtlichkeitsbegriff für die aktienrechtliche Verantwortlichkeit als zu eng erweist.

an der jeweiligen Organfunktion. Auch als Verwaltungsrat, Direktor, Revisor oder Liquidator etc. wird jedoch der Insider bei Verwertung privilegierter Kenntnisse selbst bei extensiver Auslegung nicht in seiner Gesellschaftsfunktion, sondern als Privatmann tätig⁶³. Sein Verhalten kann daher nicht als Pflichtverstoss beurteilt werden, zumal eine gesellschaftsrechtliche Maxime, derzufolge Vorausinformationen des Insiders Eigentum seiner Gesellschaft bilden, hierzulande nicht existiert⁶⁴. Der Investor hat demnach auch aus Art.754 OR keinen Schutz zu erwarten.

II. Beurteilung nach strafgesetzlichen Bestimmungen

A. Veruntreuung

Neben der Aneignung einer anvertrauten fremden, beweglichen Sache in Bereicherungsabsicht macht sich auch der Veruntreuung im Sinne von Art.140 StGB schuldig, wer anvertrautes Gut, namentlich Geld, unrechtmässig in seinem oder eines anderen Nutzen verwendet.

Tatobjekt ist das "anvertraute Gut". Bei der Abklärung eines allfälligen strafrechtlichen Gehaltes von Insidermanipulationen erhebt sich damit unverzüglich die Frage, ob eine Insiderinformation unter den Begriff des "anvertrauten Gutes" subsumiert werden könnte. Dies ist in hohem Masse zu bezweifeln⁶⁵. Die rechtliche Stellung des "Gutes" [Ziff.1 Abs.2] neben der "fremden, beweglichen Sache" [Ziff.1 Abs.1] ist zwar in der Lehre noch immer nicht restlos geklärt⁶⁶. Insbesondere ist unklar, ob nur die sog. vertretbaren Sachen, eben z.B. Geld, erfasst werden sollen⁶⁷. Einigkeit dürfte indessen dahin herrschen, dass das "Gut" im weiteren Sinne von einer gewissen Materialität sein muss. Dergestalt hat es mit dem [gewollten] Resultat Gegenstand einer Eigentumsverschiebung⁶⁸ zu sein, dass der Berechtigte seine Verfügungsmacht verliert.

63] Bürgi/Nordmann-Zimmermann, N82 zu Art.753/754; Fellmann, 214f; Forstmoser, Effektenhandel, 18; N. Schmid, Die strafrechtliche Verantwortlichkeit für Wirtschaftsdelikte im Tätigkeitsbereich der Aktiengesellschaft, SAG 1974, 118.

64] Der Seitenblick auf die amerikanische Doktrin war wohl mitursächlich für die allzu weite Interpretation der Pflichtverletzung von Herschsohn, Handel mit Aktien, 177.

65] Ebenso Koch, 105.

66] Vgl. schon E. Hafer, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil, Berlin 1937/43, 240 m.w.H.

67] Fragezeichen setzt vor allem G. Stratenwerth, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil, 2. Aufl. Bern 1978, 180f.

68] Vgl. auch die Marginalie zu Art.137ff StGB.

Diesen Anforderungen vermag nun aber die Insiderinformation in offensichtlicher Weise nicht zu genügen. Der Tatbestand der Veruntreuung scheidet damit aus.

B. Betrug

Betrug begeht nach Art.148 StGB, wer jemanden in Bereicherungsabsicht durch Vorspiegelung oder Unterdrückung von Tatsachen arglistig irreführt oder den Irrtum eines andern arglistig benutzt und so den Irrenden zu einem Verhalten bestimmt, wodurch dieser sich selbst oder einen andern am Vermögen schädigt. Die Lehre⁶⁹ gliedert das tatbestandsmässige Geschehen bekanntlich in vier Phasen auf: Das motivierende Verhalten, die Setzung eines Motivs beim andern als Erfolg dieses Verhaltens, die dadurch motivierte Vermögensdisposition des andern und den durch die Disposition bewirkten Vermögensschaden.

In bezug auf die Insiderproblematik führt bereits die Untersuchung des ersten Glieds dieser Kausalkette zur gewünschten Antwort. Das motivierende Verhalten kann in zwei Hauptformen, die Erweckung eines Irrtums[=Täuschung] und die Ausnützung eines Irrtums, aufgegliedert werden⁷⁰.

Die Täuschung muss sich ex lege auf Tatsachen, d.h. auf objektiv feststehende Geschehnisse oder Zustände beziehen. Künftige Ereignisse bilden Gegenstand von [Wert-] Urteilen und werden den Tatsachen nur ausnahmsweise gleichgestellt⁷¹. Fakten, von denen der Insider exklusive Kenntnis hat, sind aber oftmals⁷² zukunftsorientiert und dürften demnach in der Mehrzahl der Fälle als Erreger blosser Hoffnungen und Aus-sichten gewürdigt werden.

Die Tathandlung selbst besteht zunächst im Vorspiegeln oder Unterdrücken solcher Tatsachen. Nach gesicherter Rechtsauffassung kann das tatbestandsmässige Verhalten sodann auch in der für das klassische Insidergeschäft typischeren Erscheinungsform des Schweigens entgegen einer positiven Aufklärungspflicht erfolgen. Letztere Variante untersteht den Strafbarkeitsvoraussetzungen unechter Unterlassungsdelikte. Die Auf-

69] Hafer, 258f; V. Schwander, Das Schweizerische Strafgesetzbuch, 2. Aufl. Zürich 1964, N562; Stratenwerth, 217.

70] Undeutlich Schwander, N564f.

71] Ausführlicher Stratenwerth, 217f.

72] Jedoch nicht stets, wie dies Koch, 116 anzunehmen scheint. Erinnerung sei lediglich an massive Ertragsschmälerungen oder Liquiditätsengpässe, die zwar künftige Gegendispositionen [z.B. Dividendenkürzungen] nahelegen dürften, bereits als solche aber Gegenstand von Insiderinformationen bilden können.

klärungspflicht gerät damit in ein Entsprechungsverhältnis zur Garantenpflicht, die bei synallagmatischen Verträgen einzig aus einer besonders engen [langandauernden oder auf gesteigertem Vertrauen beruhenden] Verbindung der Kontrahenten entstehen kann⁷³. Solches wird bei Börsengeschäften kaum je der Fall sein. Diese Ueberlegungen werden nun aber von einer grundsätzlichen Problematik überlagert: Beide Varianten der Täuschung müssen auf die Bildung einer falschen Vorstellung in der Person des Outsiders abzielen. Beim Irrtum des Outsiders handelt es sich jedoch regelmässig um einen bereits bestehenden, den man freilich auch durch Unterlassen nicht mehr verursachen kann⁷⁴.

Damit erhebt sich die Frage, ob das Verhalten des Insiders ggf. unter die Tatbestandsalternative der Ausnützung des Irrtums zu subsumieren ist. Sieht man von der Konturlosigkeit und praktischen Seltenheit dieser Betrugshandlung ab⁷⁵, dürfte ihre Anwendung im vorliegenden Fall wiederum und durchwegs am Erfordernis der Garantenstellung scheitern. Des weiteren ist schlechthin nicht ersichtlich, wie der Insider den Outsider im anonymen Börsenhandel zur Gegentransaktion "bestimmen" könnte. Es fehlt daher auch am notwendigen Motivationszusammenhang⁷⁶.

Schliesslich erscheint in höchstem Masse fraglich, ob die Machenschaften des Insiders als "manoeuvres frauduleuses", als "arglistig" bezeichnet werden können⁷⁷. Eingedenk der Tatsache, dass sich der Insider zur Erlangung eines Profits resp. zur Abwendung drohender Verluste keiner besonderen Kniffe bedienen muss, darf ihm in aller Regel kein qualifizierter Täuschungsvorsatz angelastet werden.

Als Fazit bleibt selbst unter Ausschluss der Berücksichtigung weiterer, mithin ebenfalls problematischer Tatbestandselemente festzuhalten, dass die Insidertransaktion nicht als Betrugshandlung im Sinne von Art.148 StGB aufgefasst werden kann. Zum selben Resultat müsste im übrigen auch eine Untersuchung des in objektiver Hinsicht identischen Tatbestands der boshaften Vermögensschädigung [Art.149 StGB] führen⁷⁸.

73] Stratenwerth, 224. Zum zivilrechtlichen Pendant vgl. vorne 14.

74] Zutreffend Fellmann, 255f; ungenau Koch, 115f i.V.m. 117.

75] Vgl. die kritischen Aeusserungen von Stratenwerth, 225f.

76] Ebenso Fellmann, 256; Kramis, 42.

77] Dies wird von Forstmoser, Effektenhandel, 15f zu Recht nur für Extremfälle bejaht; im Ergebnis gleich Koch, 119. Allgemein zum Tatbestandsmerkmal der Arglist Hafer, 263f; Schwander, N566; detailliert Stratenwerth, 220ff.

78] Ausführlicher dazu Fellmann, 257; vgl. auch Forstmoser, Effektenhandel, 15 Anm.27.

C. Ungetreue Geschäftsführung

Wegen ungetreuer Geschäftsführung macht sich nach Art.159 StGB strafbar, wer jemanden am Vermögen schädigt, für das er infolge einer gesetzlichen oder vertraglichen Pflicht sorgen soll. Täter dieses Sonderdelikts ist nur, wer in der qualifizierten Stellung eines Geschäftsführers selbständig für fremdes Vermögen sorgt⁷⁹. Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung wird dabei das Gesellschaftsvermögen auch im Verhältnis zum geschäftsführenden Organ als fremdes behandelt⁸⁰.

Bezogen auf die Insiderproblematik wird rasch deutlich, dass der Paradefall, in dem der vorausinformierte Verwaltungsrat zulasten uninformatierter Aktionäre [bzw. Nicht-Aktionäre] Effektengeschäfte tätigt, nicht erfasst werden kann⁸¹. Outsidern gegenüber operiert der Insider regelmässig nicht als Treuenehmer⁸². Erheblichen Zweifeln über die Anwendbarkeit des strafrechtlichen Untreuetatbestandes begegnet man aber auch im Hinblick auf das Gesellschaftsinnenverhältnis. Abgesehen von der allgemein wohl zu verneinenden Frage, ob das Ausnützen von Insiderinformationen überhaupt als Geschäftsführung im Sinne des Gesetzes gewertet werden kann⁸³, müsste auf seiten der Gesellschaft als Erfolg des dolosen Verhaltens und zur Vollendung des Delikts eine Vermögensschädigung eintreten. Wie an anderer Stelle bereits dargetan wurde, erleidet die Gesellschaft jedoch keinen Direktschaden⁸⁴. Diese und weitere Hemmnisse [z.B. die tatbestandliche Enge des Täterkreises] führen wiederum zum Schluss, dass die überwiegende Mehrzahl von Insideroperationen auch über Art.159 StGB nicht wirksam verfolgt werden kann.

79] Vgl. Schwander, N582; ausführlich Stratenwerth, 266f.

80] BGE 100 IV 113f, 97 IV 16f.

81] Ebenso Schmid, Verantwortlichkeit, 119, gestützt auf den von G. Gautschi, Das Depotstimmrecht der Banken, in: Probleme der Aktienrechtsrevision, Bern 1972, 141 zit. Fall: Eine AG in angespannter Finanzlage verhandelt mit einem ausländischen Konzern über den Verkauf sämtlicher Aktien. Bevor der Uebernahmepreis publik wird, erwirbt ein der Verwaltung angehöriger Bankdirektor ein bedeutendes Paket zu niedrigen Kursen und verkauft dieses dem Konzern mit einem Gewinn von einigen Millionen.

82] Anders ist die Situation z.B. dann zu bewerten, wenn ein Bankdirektor aus dem Portefeuille eines von ihm betreuten Kunden in Kenntnis einer geplanten Uebernahme Aktien des Uebernahmekandidaten verkauft und diese über einen Strohmann für sich zurückerwirbt; vgl. Schmid, Verantwortlichkeit, 119, in Anlehnung an G. Gautschi, Berner Kommentar [3. Aufl. 1971] zu Art.394-406 OR, N8 lit.c zu Art.398.

83] So Kramis, 43; weniger restriktiv Koch, 107f.

84] Vgl. vorne 21f. Bei realistischer Betrachtung wohl ebenso Koch, 111ff.

D. Verletzung einer Geheimhaltungspflicht

Aus der Vielfalt strafgesetzlich normierter Geheimnisverletzungen kann die nachfolgende Untersuchung auf die Tatbestände von Art.162 [Verletzung des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses] und Art.321 StGB [Verletzung des Berufsgeheimnisses] beschränkt bleiben. Andere Strafbestimmungen fallen mithin schon angesichts ihrer Schutzrichtung als für das Insiderproblem untypisch ausser Betracht⁸⁵.

1. Nach Art.162 StGB wird zur Verantwortung gezogen, wer ein Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnis, das er infolge einer gesetzlichen oder vertraglichen Pflicht bewahren sollte, verrät, oder wer sich den Verrat zunutze macht. Sowohl der Geheimnisbegriff⁸⁶ als auch die Pflicht zur Geheimnisbewahrung, namentlich die vertragliche⁸⁷, werden von der herrschenden Lehre und Rechtsprechung extensiv ausgelegt.

Zum ersten Fall, dem Geheimnisverrat: Einigkeit herrscht in der einschlägigen Literatur darüber, dass die Weitergabe von Insiderinformationen [sog. Tipping] durch gesellschaftsnahe Personen von Art.162 StGB erfasst werden kann⁸⁸. Darüber hinaus wird im Einzelfall sogar die Ansicht vertreten, auch das eigenhändige Verwerten einer Insiderinformation erfülle den Begriff des Verrats. Zur Begründung wird im wesentlichen angeführt, die exklusive Stellung des Verbs "verraten" im schweizerischen Strafgesetzbuch sei nicht auf einen blossen redaktionellen Zufall zurückzuführen. Verraten bedeute eben mehr als die gängigen Termini des Offenbarens, Mitteilens oder Zugänglichmachens; Verrat sei "das treulose Handeln gegen Personen, denen man zur Treue verpflichtet [ist]", oder etwas enger umschrieben und auf das "Delikt" des Insiderhandels bezogen: die "Veruntreuung von Geheimnissen"⁸⁹. Dieser Argumentation kann nach vorliegender Auffassung nicht gefolgt werden. Sie abstrahiert vom eigentlichen Angriffsobjekt der Norm, dem Geheimnis als einer Tatsache, die weder offenkundig noch allgemein zugänglich ist⁹⁰. Der Wert jenes immateriellen, dem Persönlichkeitsrecht entfließenden Rechtsgutes besteht für seinen Herrn gerade darin, dass es gegenüber Dritten abgeschirmt wird. In der Beeinträchtigung dieses Wertes erschöpft sich

85) Zu Art.273 [wirtschaftlicher Nachrichtendienst] resp. Art.320 StGB [Verletzung des Amtsgeheimnisses] ausführlich und letztlich mit negativem Befund Fellmann, 266ff, 269f.

86) Zu den klassischen Komponenten vgl. generell Stratenwerth, 136 und speziell Koch, 77ff.

87) Vgl. dazu etwa Hafer, 391f. Die gesetzliche Geheimhaltungspflicht bleibt demgegenüber von nachgeordneter Bedeutung.

88) So Fellmann, 264; Koch, 85; Kramis, 44.

89) Koch, 86f.

90) Vgl. allgemeiner Schwander, N620; ähnlich Hafer, 388f.

der Treuebruch. Hier verläuft gleichzeitig die strafrechtliche Schutzgrenze. Der Geheimnisverrat ist demnach der blossen Mitteilung des Geheimnisses materiell gleichzustellen⁹¹. Eine extensivere Auslegung dürfte dem Gesetzmässigkeitsprinzip zuwiderlaufen.

Zum zweiten Fall, der Ausnutzung des Geheimnisverrats: Als Täter können alle Tip-Empfänger in Frage kommen. Die Insider übernehmen bei dieser Deliktsart Vortäterfunktion⁹². Subjektiv ist indessen erforderlich, dass die Tippees in Kenntnis jener Umstände handeln, die die Offenbarung als Verrat charakterisieren.

Nach dem Gesagten könnte Art.162 StGB wenigstens für ein Segment des Insiderproblems, die Informationsweitergabe und die ihr folgende Informationsverwertung, Remedur versprechen. Die optimistische Einschätzung verflüchtigt sich jedoch aufgrund der Rechtstatsache, dass dieses Delikt nur auf Antrag verfolgt wird. Antragsberechtigt im Sinne von Art.28 StGB ist der Verletzte, d.h. der materiellrechtliche Träger des unmittelbar angegriffenen Rechtsgutes⁹³. Vorliegendenfalls wird die Legitimation [nach Massgabe der statutarischen Vertretungsbefugnis] oftmals auch jenen Gesellschaftsorganen zukommen, die als Täter resp. Vortäter [mit]gewirkt haben⁹⁴. In jedem Falle fehlt aber den gesellschaftsexternen Investoren ein Antragsrecht. In Erwägung dessen dürfte Art.162 StGB auch künftig keine taugliche Teillösung darstellen⁹⁵.

2. Art.321 StGB wendet sich als echtes Sonderdelikt und *lex specialis* zur vorgenannten Strafbestimmung namentlich an Rechtsanwälte, Notare und nach Obligationenrecht zur Verschwiegenheit verpflichtete Revisoren⁹⁶, einschliesslich deren Hilfspersonen. Die Tathandlung besteht im Offenbaren eines Geheimnisses, das diesen Personen infolge ihres Berufes anvertraut worden ist oder das sie in beruflicher Ausübung wahr-

91] Ebenso Hafer, 392, der im Übrigen bezweifelt und eher verneint, dass der Ausdruck "verraten" auch die unbefugte Verwertung zum eigenen Nutzen des Bewahrungspflichtigen umfasst [ibid. Anm.3]; a.M. W. Ringier, Der strafrechtliche Schutz der Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse, Diss. Bern 1923, 61f.

92] Vgl. Koch, 90, gestützt auf R. Lecroq, Die Abhängigkeit einer strafbaren von einer andern strafbaren Handlung im speziellen Teil des schweizerischen Strafgesetzbuches, Diss. Zürich 1959, 84ff.

93] Vgl. etwa BGE 92 IV 116, 87 IV 107.

94] Realistisch Koch, 93 m.w.H.

95] Soweit ersichtlich fehlen bis heute praktische Versuche, das Tipping unter diese Strafbestimmung zu subsumieren.

96] Gemeint sind die in Art.730 [=Art.730b VE], 819 II und 909 OR begründeten Geheimhaltungspflichten.

genommen haben. Unter "Offenbaren" ist dabei nach allgemeiner Auffassung "jedes Zugänglich-Machen der geheimzuhaltenden Tatsachen an Unberufene" zu verstehen⁹⁷.

Massgebliche Schranke, die sich einer Anwendung dieser Norm im Hinblick auf die Fälle der Tip-Weitergabe entgegenstellt, bildet auch hier das Strafantragserfordernis. In etwas abgeschwächterem Masse gilt abermals: Der Anleger hat wohl ein Antragsinteresse, jedoch kein Antragsrecht, während die Gesellschaft zwar ein Antragsrecht, regelmässig aber kein Antragsinteresse besitzt. Als erschwerendes Moment tritt bei der Verletzung des Berufsgeheimnisses die tatbestandliche Enge des Täterkreises hinzu.

III. Beurteilung nach spezialgesetzlichen Bestimmungen

A. Verletzung des Bankgeheimnisses

Nach Art.47 BaG wird mit Strafe bedroht, wer ein Geheimnis offenbart, das ihm in seiner Eigenschaft als Organ, Angestellter, Beauftragter, Liquidator oder Kommissär einer Bank, als Beobachter der Bankenkommision, als Organ oder Angestellter einer anerkannten Revisionsstelle anvertraut worden ist oder das er in dieser Eigenschaft wahrgenommen hat. Verfolgt wird -ebenfalls [noch] von Amtes wegen⁹⁸ - selbst die fahrlässige Tatbegehung. Neben der Weite des gesetzlich enumerierten Täterkreises⁹⁹ verdient auch der extensive Geheimnisbegriff Beachtung: Er umfasst sämtliche Daten, die sich aus der Geschäftsbeziehung zwischen Kunde und Bank ergeben, darüber hinaus aber auch Anfragen und Offerten mit Bezug auf künftige Bankgeschäfte¹⁰⁰.

Es liegt auf der Hand, dass dem typischen Insidergeschäft, der eigenhändigen Verwertung der Insiderinformation ohne gleichzeitige Preisgabe an Unberechtigte, auch mit Art.47 BaG nicht beizukommen ist. Umgekehrt besteht Einigkeit in dem Punkte,

97] Stratenwerth, 139.

98] In einer neuerlichen Revision könnte die Verletzung des Bankgeheimnisses in ein blosses Antragsdelikt umgewandelt werden; vgl. P. Nobel, Praxis zum öffentlichen und privaten Bankenrecht der Schweiz, Bern 1979, 94 und N. Schmid, Banken zwischen Legalität und Kriminalität, Heidelberg 1980, 236 mit Hinweisen auf die politischen Vorstösse.

99] Vgl. dazu M. Aubert/J.-P. Kernen/H. Schönle, Le secret bancaire Suisse, Bern 1976, 62ff; D. Bodmer/B. Kleiner/B. Lutz, Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 1976, N94ff zu Art.47.

100] Vgl. Bodmer/Kleiner/Lutz, N5 zu Art.47 und statt vieler P. Schwager, Das schweizerische Bankgeheimnis in Berücksichtigung der Grundlagen, Zusammenhänge und Auswirkungen, [Diss. Freiburg], Zürich 1973, 54ff; *ibid.* 54 Anm.1 auch zahlreiche Hinweise auf weitere Begriffsbestimmungen.

dass die Weitergabe einer aus der Bankkundenbeziehung anvertrauten bzw. wahrgenommenen Information das tatbestandsmässige Handeln erfüllt¹⁰¹. Dabei fragt sich lediglich, welchen Konsistenzgrad die weitergegebene Information erlangen muss, damit sie im gesetzlichen Sinne als "geoffenbart" gilt. Die Beantwortung dieser Frage hängt weitgehend von den konkreten Umständen des Einzelfalles ab¹⁰². Vergegenwärtigt man sich indes, dass der Tippee zur Deliktsvollendung von den preisgegebenen Daten auch tatsächlich Kenntnis erlangt haben muss, wird jedenfalls deutlich, dass gewisse [objektiv] "neutrale" Raterteilungen des Bankiers wohl unter den Begriff der Tip-Weitergabe, nicht aber unter diejenigen der Geheimnisverletzung subsumiert werden können. Trotz seiner imperativen rechtlichen Form erweist sich daher selbst Art.47 BaG als unvollständiger Teilbehelf.

B. Wettbewerbsrechtlicher Geheimnismissbrauch

Gemäss Art.13 UWG macht sich mitunter des unlauteren Wettbewerbs schuldig, wer Dienstpflichtige, Beauftragte oder andere Hilfspersonen zum Verrat oder zur Auskundschaftung von Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnissen des Dienstherrn oder Auftraggebers verleitet [lit.f] resp. wer Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisse, die er ausgekundschaftet oder von denen er sonstwie gegen Treu und Glauben Kenntnis erlangt hat, verwertet oder anderen mitteilt [lit.g]. Diese Taten sind nur bei vorsätzlicher Begehung strafbar und werden bloss auf Antrag jener Personen oder Verbände verfolgt, die zur Zivilklage legitimiert sind¹⁰³.

Sowohl der Tatbestand von lit.f als Sonderfall der Verleitung zum Vertrags- oder Vertrauensbruch¹⁰⁴ als auch derjenige mit Bezug auf die Täterschaft weitergefasste von lit.g schützen ersichtlich die lautere wirtschaftliche Wettbewerbssphäre vor treuebrecherischen Machenschaften. Um den Insidermissbrauch einem dieser Tatbestände zuzuordnen, müsste demnach dargetan werden können, der Insider verfolge und verwirkliche als Konkurrent des Geheimnisherrn mit seiner Börsentransaktion oder

101] So Fellmann, 275; Koch, 102.

102] Gewisse Anhaltspunkte nennt Koch, 102.

103] Art.13 a.E. i.V.m. Art.2 UWG: Selbständige Unternehmer, die in ihrer Kundschaft, ihrem Kredit oder beruflichen Ansehen, in ihrem Geschäftsbetrieb oder sonst in ihren wirtschaftlichen Interessen geschädigt oder gefährdet sind; Kunden, die in ihren wirtschaftlichen Interessen geschädigt sind; Berufs- und Wirtschaftsverbände, die nach den Statuten zur Wahrung der wirtschaftlichen Interessen ihrer Mitglieder befugt sind.

104] Vgl. A. Troller, Immaterialgüterrecht, 2. Aufl. Basel/Stuttgart 1968/71, 1097.

Tip-Weitergabe eine Verletzung des Wettbewerbsverhältnisses. Derartige Fälle sind aber praktisch kaum denkbar¹⁰⁵. In formeller Hinsicht besteht freilich die bekannte Schranke des Antragerfordernisses.

IV. Zwischenergebnis

Insidergeschäfte sind auch hierzulande eine Realität. Ob sie aus sozialetischer Sicht tatsächlich den Verwerflichkeitsgrad des einfachen Diebstahls erreichen, wie dies vom Vorstandsvorsitzenden der Londoner Börse in seiner beinahe legendären Metapher ["no better than theft"] einst angedeutet wurde¹⁰⁶, mag dahingestellt bleiben. Was lange Zeit als legitime Wahrnehmung von Marktchancen galt, trägt heute jedenfalls in einem Grossteil der stetig anschwellenden Fachliteratur den Stempel moralisch zweifelhaften Handelns¹⁰⁷. Die Untersuchung des bundesgesetzlichen Statuts quo hat nun allerdings ergeben, dass zumindest für die klassische, börsenmässig abgewinkelte Insidertransaktion keine grossflächigen Schutzbehelfe zur Verfügung stehen. Namhafte Impulse zur Aufschlüsselung der Problematik dürfen aber auch von seiten der Rechtsprechung nicht erwartet werden. Dies mag nicht zuletzt auf gewisse Vorbehalte schweizerischer Gerichte gegenüber einem Uebertreten der engeren hermeneutischen Argumentationsgrenzen in Richtung makroökonomischer Gebiete zurückzuführen sein.

Löst man sich indes von einer rein materiellrechtlichen Betrachtungsweise, rückt -vorab im Hinblick auf die Wahrnehmung zivilrechtlicher Schutzansprüche- eine praktische Schwierigkeit in den Vordergrund: Angesichts des hiezulande mit besonderer Strenge gehandhabten Bankgeheimnisses stösst bereits die Aufklärung des relevanten Sachverhaltes ins Leere. So dürfte dem beweispflichtigen Outsider als Privatperson in aller Regel selbst die Ermittlung der Identität des auf der Marktgegenseite auftretenden Insiders misslingen.

Nach dem Gesagten drohen die Ansprüche auf Individual- und Funktionenschutz, deren Interdependenz gemeinhin anerkannt wird¹⁰⁸, auch weiterhin brachzuliegen. Die Anknüpfungspunkte sind damit vorgezeichnet.

105] Ebenso Fellmann, 278.

106] Zit. nach K. Ulsenheimer, Zur Strafbarkeit des Missbrauchs von Insider-Informationen, NJW 1975, 2005, Anm.72.

107] Vgl. F. Kübler, Transparenz am Kapitalmarkt, AG 1977, 88, mit der zutreffenden Bemerkung, damit stehe keineswegs fest, dass diese moralische Wertung zum staatlichen Grundsatz erhoben werden müsse.

108] Vgl. etwa K. J. Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, 51f.

Zweiter Teil

DIE INSIDERREGELUNG IN DER BRD

Den nachfolgenden Ausführungen liegt nicht die Absicht zugrunde, die deutsche Insiderregelung in vollem Umfange darzustellen und zu erläutern. Für den Wortlaut der detailliert gehaltenen materiellen und formellen Bestimmungen sowie der entsprechenden Anmerkungen der Verbände kann auf den Anhang verwiesen werden¹. Ziel ist es vielmehr, im Hinblick auf den späteren Vorschlag zur Rezeption deutschen Vertragsgutes konkrete Problembereiche herauszugreifen und -wo möglich- adäquate Auslegungs-, Erweiterungs- und Umgestaltungsvorschläge zu unterbreiten.

Die Reihenfolge der abzuhandelnden Gebiete stimmt im wesentlichen mit derjenigen der offiziellen Regelung überein. Nacheinander gelangen die Insiderhandels-Richtlinien [§ 5], die Händler- und Beraterregeln [§ 6] und die für beide Komplexe geltende Verfahrensordnung [§ 7] zur Untersuchung. Ihnen schliesst sich eine in den dritten Teil überleitende Würdigung an [§ 8]. Ohne historische und futurische Komponenten würde sich diese Themenfolge indes eines für das Gesamtverständnis unerlässlichen Elements begeben, weshalb ihr die anschliessende Standortbestimmung [§ 4] vorangestellt wird. Im Rahmen der darzustellenden Reformbestrebungen bietet sich dabei die willkommene Gelegenheit, die Optik auch räumlich etwas zu erweitern.

1] Vgl. hinten 162ff.

§ 4 STANDORTBESTIMMUNG

I. Fehlen eines Spezialgesetzes

Im Gegensatz zu den Rechtsordnungen der grösseren westlichen Industrienationen² fehlen bislang auch in der deutschen Gesetzgebung spezifische Remedurmassnahmen zur Eindämmung des Insiderhandels³. Dies mag mitunter auf die Tatsache zurückzuführen sein, dass die Popularisierung des Wertpapiersparens erst in jüngerer Zeit ihren Ausgang genommen hat, während im vergangenen Jahrhundert, in welches das Konzept für die Handels- und Börsengesetzgebung zurückreicht, die Einsicht in die rechtspolitische Notwendigkeit einer Insiderregelung seitens der finanziell privilegierten Kapitalmarktteilnehmerschaft noch nicht verbreitet war⁴. Selbst in jüngster Vergangenheit hat die Legislative Zurückhaltung geübt, um den Resultaten der zwischenzeitlich perfektionierten Selbstregulierungsmassnahmen⁵ nicht vorzugreifen⁶. Demgegenüber

- 2] Repräsentativ die Enumeration der verschiedenen [z.T. auch aussereuropäischen] Lösungen bei J. N. Druey, Geheimsphäre des Unternehmens – Grundfragen des Persönlichkeitsrechts auf Geheimsphäre, untersucht mit dem Blick auf einen Sonderfall, Basel 1977, N197 Anm.80; typisierend Hopt/Will, 90ff. Vgl. seit neuestem auch Chapter 22, Part V, Sections 68-73 [Insider-Dealing] des englischen Companies Act 1980 [1.5.80].
- 3] Zahlreiche Autoren haben aufgezeigt, dass auch die allgemeinen Sanktionen des privaten und öffentlichen Rechts [ähnlich wie in der Schweiz] nur bedingt und selten mit befriedigendem Resultat Anwendung finden können. Vgl. Bruns, Wertpapierhandel, 10ff; H. Coing in: L. Loss [Ed.], Multinational Approaches, New York 1976, 55ff; U. Holschbach, Haftungsprobleme im Bereich der Insider-Wertpapiergeschäfte, NJW 1973, 2007f; Horn, 386ff; J. H. Jenckel, Das Insiderproblem im Schnittpunkt von Gesellschaft- und Kapitalmarktrecht in materiell- und kollisionsrechtlicher Sicht, Frankfurt a.M./Bern/Cirencester 1980, 29ff; Schwarck, Insider-Geschäfte, 1606f; D. von Stebut, Gesetzliche Vorschriften gegen den Missbrauch von Insiderinformationen, DB 1974, 615ff; U. Stürmer, Die extraterritoriale Anwendung amerikanischer Anlegerschutzbestimmungen, [Diss. Augsburg] Frankfurt a.M./Bern/Las Vegas 1978, 91ff; Ulsenheimer, 2000ff. Für eine Rechtsfortbildung durch die Gerichte plädiert immerhin H.-J. Mertens, Insiderproblem und Rechtspolitik, ZHR 1974, 275f; kritisch P. Ulmer, Rechtspolitische Probleme des Insiderhandels, JZ 1975, 627. Lösungsmöglichkeiten de lege lata sieht offenbar auch K. J. Hopt, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, ZHR 1977, 433.
- 4] Dazu ausführlicher Flachmann, 593f; darauf gestützt Pfisterer, 29. Ähnlich M. Bitz, Das Insider-Problem und die Empfehlungen der Börsenreformkommission, Bl.f.G. 1970, 412. Es wäre freilich verfehlt, den Insiderhandel als Phänomen dieses Jahrhunderts zu bezeichnen. Auch in Deutschland waren Insidertransaktionen seit jeher Begleiterscheinungen des Aktienwesens; vgl. den umfangreichen Nachweis bei Hopt/Will, 19f Anm.49-52.
- 5] Zur Entstehungsgeschichte vgl. hinten 42ff.
- 6] In einem vom Wirtschafts- und Finanzausschuss des Bundestages veranstalteten Hearing vom 6.11.74 wurde es abgelehnt, das Aenderungsgesetz zum BörsG [in Kraft seit 4.5.75, BGBI. I 1013; für eine Gegenüberstellung der alten und neuen Fassung des BörsG vgl. H. Degner, Gesetz zur Aenderung des Börsengesetzes vom 28. April 1975, WM 1975, Sonderbeil.3, 5ff] mit dem "schwierigen Komplex einer differenzierten gesetzlichen Regelung zur Bekämpfung von Missbräuchen durch Insider" zu belasten [BT-Drucks. 7/3248, 4 zu A.I]; H. Degner, Börsen-novelle und Insiderregelung – Junktim oder nicht?, AG 1974, 369; E. Starke, Börsenrechts-reform und Insiderprobleme, Versicherungswirtschaft 1976, 407.

mehren sich in der sachverständigen, vornehmlich rechtswissenschaftlichen Diskussion zusehends die Stimmen für eine gesetzliche Reglementierung der in praxi festgestellten oder zumindest vermuteten Insiderhandelsfälle⁷. Zu Recht wird jedoch nicht verkannt dass es sich dabei um ein Paradigma für moderne Gesetzgebungsprobleme handelt⁸. Ob der innerdeutsche Sachverständigendialog jemals konsensgekrönt sein wird, erscheint daher fraglich.

II. Reformbestrebungen

A. Nationale Lösungsmodelle

Aus der Fülle der Vorschläge für eine gesetzliche Massregelung der Insidermanipulationen gebührt den nachstehend skizzierten Lösungsmodellen deshalb besondere Aufmerksamkeit, weil sie sich -soweit ersichtlich- als erste mit ausformulierten Sätzen von der heterogenen Diskussion abzuheben vermochten.

1. Gesetzesvorschlag des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht

Nach eigener Zielvorgabe des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht war ein Beitrag zur "Lösung einer ungemein schwierigen und komplexen gesetzgeberischen Aufgabe" zu leisten, "bei der sich dirigistische Wege ebensowenig empfehlen wie uneffektive Teilregelungen"⁹.

Das Modell unterteilt sich in sieben Abschnitte. Der 1. Abschnitt¹⁰ enthält in der Eingangsnorm das Grundverbot der Ausnutzung und Weitergabe von nicht allgemein

7] Vgl. die Fallsammlungen von Bruns, Wertpapierhandel, 192ff und Schmidt, 257ff. Desgl. mit entsprechenden Belegstellen U. K. Scheu, Das Börsenstrafrecht und seine Reform, Diss. Gießen 1974, 68f Anm.335; er spricht von 22 aufgespürten Vorgängen. Aufschlussreich auch die empirische Untersuchung von H. Schulz, Der Einfluss von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln auf die Entwicklung der Aktienkurse, Göttingen 1972, 8ff, 148ff; er beobachtete für den Zeitraum von 1960 bis 1969 den Einfluss von Kapitalerhöhungen auf die Kursentwicklung von Brauereiaktien; danach waren in mind. 25 Fällen Sonderkursbewegungen zu verzeichnen, die der Publikation des Kapitalerhöhungsvorschlags vorangegangen und nur durch Insiderkäufe zu erklären waren.

8] Dazu detaillierter G. H. Roth, Verbot des Insiderhandels, AG 1978, 113. Die international z.T. erheblich voneinander abweichenden Lösungsvarianten mögen hiefür als Beleg dienen.

9] Arbeitskreis Gesellschaftsrecht [Mitwirkende: G. Hueck, M. Lutter, H.-J. Mertens, E. Rehbinder, P. Ulmer, H. Wiedemann, W. Zöllner], Verbot des Insiderhandelns - Rechtspolitische Ueberlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, Heidelberg 1976, 5.

10] §§ 1-4.

zugänglichen, potentiell kursrelevanten Kenntnissen. Es folgen einige der wichtigsten Legaldefinitionen. Der 2. Abschnitt¹¹ statuiert ein generelles Spekulationsverbot sowie Anzeigepflichten für unternehmensnahe Insider. Er enthält im weiteren spezifische Auskunftspflichten, die an Personen mit beruflicher, geschäftlicher oder amtlicher Beziehung zum Unternehmen adressiert sind. Die Ergänzung bildet eine für beide Personenkreise geltende Verschwiegenheitspflicht. Der 3. Abschnitt¹² stellt bemerkenswert weitgreifende Sondervorschriften für Kreditinstitute auf. Im 4. Abschnitt¹³ finden sich an Publikumsunternehmen gerichtete, punktuelle sowie sporadische Publizitätspflichten. Das Gegenstück bildet eine Pflicht zur vorgängigen Geheimhaltung dieser und weiterer Verlautbarungsinhalte. Der 5. Abschnitt¹⁴ verankert zivilrechtliche Haftungs- und eigentümliche Verfahrensvorschriften, der 6. Abschnitt¹⁵ sodann strafrechtliche und ordnungswidrigkeitliche Sanktionen zur Sicherung der Effizienz des Regelwerks. Der 7. Abschnitt¹⁶ sorgt als Schlussvorschrift für eine partielle Anpassung des geltenden Aktiengesetzes.

Diese Uebersicht lässt freilich keine inhaltliche Würdigung zu. Setzt man indes zu einer summarischen Gesamtbeurteilung an, kann zweierlei festgehalten werden: Einerseits besticht der Lösungsvorschlag durch seine Originalität und Geschlossenheit, vor allem aber durch die Ausgewogenheit zwischen therapeutischen und prophylaktischen Massnahmen. Insbesondere überzeugt das Verhältnis zwischen primärem Handelsverbot und einer flankierenden, konsequent aufgebauten Kombination von Geheimhaltungs- und Publizitätsgeboten¹⁷. Andererseits kann auch die projektierte Mobilisierung privater Kräfte zur zivilrechtlichen Schadensregulierung¹⁸ nicht darüber hinwegtäuschen, dass eine starke Erweiterung immerhin bereits bestehender administrativer Einheiten sowie ein massiver Registrier- und Kontrollaufwand schlechthin unabdingbar würde. Selbst bei optimaler Verwirklichung derartiger Institute könnte aber keine Gewähr für unlautere Umgehungsgeschäfte geleistet werden. Die z.T. engen, kasuistisch

11] §§ 5-13.

12] §§ 14-20.

13] §§ 21-24.

14] §§ 25-37.

15] §§ 38-40.

16] § 41.

17] §§ 1 und 6, §§ 24 und 21-23; ausführlich zu diesen Verhaltensnormen Roth, Verbot, 113ff; kritisch zum persönlichen Geltungsbereich von § 1 Wojtek, 38.

18] §§ 30-37.

gefassten Definitionsraster sowie das differenzierte Pflichten- und Sanktionsgefüge öffnen in dieser Hinsicht ein breites Betätigungsfeld¹⁹. Die Rechtsanwendung dürfte damit eine bedeutsame Einschränkung erleiden.

2. Alternativ-Entwurf eines Strafgesetzbuches

Während das unlängst verabschiedete Erste Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität²⁰ noch keine Sanktionen und Kontrollmassnahmen zur Eindämmung von Insidermissbräuchen aufweist, erfolgte im Jahre 1977 von dritter Seite ein konkreter, in den Rahmen des sog. Alternativ-Entwurfes eines Strafgesetzbuches²¹ eingefügter Reformvorschlag:

§ 191 [Missbräuchliche Ausnutzung von Insider-Informationen]

- [1] Mit Freiheitsstrafe bis zu zwei Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer
1. als Mitglied des Vorstandes oder des Aufsichtsrates einer Aktiengesellschaft oder
 2. als persönlich haftender Gesellschafter oder Mitglied des Aufsichtsrates einer Kommanditgesellschaft auf Aktien

Informationen, die von erheblichem Einfluss auf die Bewertung von Wertpapieren sein können, vor ihrem allgemeinen Bekanntwerden zu An- oder Verkäufen von Aktien, Optionen, Wandel- oder Teilschuldverschreibungen, Anteilsrechten oder sonstigen Wertpapieren dieser Gesellschaft oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens für sich oder andere ausnutzt. Ausgenommen sind An- und Verkäufe, die einen Gesamtwert von 20'000 DM nicht überschreiten.

- [2] Den Mitgliedern des Vorstandes und des Aufsichtsrates sowie den persönlich haftenden Gesellschaftern stehen Angestellte, Beauftragte, Prüfer und Geschäftspartner, die in dieser Eigenschaft solche Informationen erlangen, sowie Aktionäre, die mehr als 5% des Aktienkapitals innehaben, gleich.
- [3] Nach Absatz 1 wird auch bestraft, wer durch einen in Absatz 1 oder 2 Genannten als Angehöriger oder als ihm sonst nahestehende Person solche Informationen erlangt und zu An- oder Verkäufen von Wertpapieren im Sinne des Absatzes 1 ausnutzt.

19] Zutreffend Mettler, 96.

20] 1. WiKG vom 29.7.76; BGBl. I 2034. Entwurf: BT-Drucks. 7/3441.

21] Alternativ-Entwurf eines Strafgesetzbuches [Besonderer Teil - Straftaten gegen die Wirtschaft], vorgelegt von E.-J. Lampe, T. Lenckner, W. Stree, K. Tiedemann, U. Weber, Tübingen 1977 [nachstehend AE].

Zweifelloos ist den Verfassern dieses konzisen Entwurfes die Vielschichtigkeit des Insiderproblems nicht entgangen. Konsequenterweise fordern sie "als primäre, wenn auch das Strafrecht nur flankierende Massnahme die Einsetzung einer staatlichen Börsenaufsichtskommission" nach den Funktions- und Organisationsmustern der amerikanischen SEC sowie der französischen COB²². Des weiteren erachten sie es als unerlässlich, dem betroffenen Personenkreis konkrete bussgeldbewehrte Depot- und Meldepflichten aufzuerlegen²³. Ob die damit angesprochenen Verwaltungs- und Zivilrechtler geneigt sein werden, den ihnen zugespielten Ball in ihren Reihen auch tatsächlich aufzunehmen, mag vorderhand dahingestellt bleiben. Schon heute bestehende Ressentiments gegenüber solchen Konstruktionen erlauben jedenfalls keine günstige Prognose.

Vernachlässigt man die offenbar nicht restlos geklärte Strafwürdigkeitsfrage²⁴, führt eine erste Auseinandersetzung mit der vorgeschlagenen Strafnorm zu folgenden Erwägungen: Einige der Tatbestandselemente bewegen sich in Grenznähe des Legalitätsprinzips. Namentliche Erwähnung verdienen die nicht exemplifizierte Insiderinformation und der zu problematischen Dehnungen verlockende Begriff des "Ausnutzens"²⁵. Andere wiederum kennzeichnen sich durch ihre Kasuistik und beschneiden damit sichtbar den Wirkungsbereich der Norm. So könnte beispielsweise der [in der Praxis oft anzutreffende] Handel mit Papieren eines mit dem Unternehmen des Insiders noch nicht verbundenen Fusionspartners trotz Vorliegen der übrigen Merkmale nicht geahndet werden. Allein diese summarischen Feststellungen mögen als Signal dafür dienen, welche Gratwanderung vor der Verankerung einer Insiderstrafnorm zwischen den Rechtssicherheitsansprüchen der Normadressaten und den an die Norm selbst gestellten Vollständigkeits- und Effizienzansprüchen vollzogen werden muss.

22] AE 79. Berechtigte Bedenken gegenüber einer derartigen Institution hegt namentlich H. Bremer, Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, WM 1972, 901 [mit "beamteten Theoretikern" besetzte Behörden]; vgl. auch Mertens, Insiderproblem, 272, der vom "Wunschbild eines möglichst perfekten bürokratischen Insiderjagdapparats" explizite Abstand nimmt. Ueber die Hilfsmittel, praktischen Aktivitäten und ernüchternden Erfolgsziffern ["thousands of false alarms"] des New Yorker Ueberwachungsvereins orientiert etwa Louis, 76/78.

23] AE 79.

24] AE 77 unten: "Problematisch erscheint bereits die Strafwürdigkeit des insider-trading, dessen Funktion in den USA durchaus unterschiedlich beurteilt wird". Konkret wird die Strafwürdigkeit alsdann aus der Uebervorteilung des breiten Anlegerpublikums sowie einer Verfälschung der Marktpreise[!] hergeleitet; AE 79.

25] Letzterer soll nach Ansicht der Verfasser auch die Tip-Weitergabe umschliessen ["für ... andere ausnutzt"]; AE 79 unten.

B. Gemeinschaftliche Vorhaben

1. Internationale Ebene [Rechtsangleichung]

Exogene Einflüsse dürften die nationale Diskussion über die Insiderproblematik in Kürze auf andere Bahnen lenken: Die Kommission der EG befasst sich gegenwärtig mit dem Vorentwurf einer wohl auf der Generalklausel von Art.100 EWGV²⁶ basierenden Richtlinie zur Koordinierung der verschiedenen vertragsstaatlichen Insiderregelungen²⁷. Diese Richtlinie wird als Glied in einer Kette von börsenrechtlichen, primär dem Funktionenschutz der Kapitalmärkte und sekundär dem Individualschutz der Anlegerschaft dienenden gemeinschaftlichen Harmonisierungswerken²⁸ zu

-
- 26] Art.100 I EWGV: "Der Rat erlässt einstimmig auf Vorschlag der Kommission Richtlinien für die Angleichung derjenigen Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten, die sich unmittelbar auf die Errichtung oder das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes auswirken."- Dazu allgemein etwa J. Bärmann, Europäische Integration im Gesellschaftsrecht, Köln/Berlin/Bonn/München 1970, 110ff; H. von der Groeben/H. von Boeckh/J. Tiesing, Kommentar zum EWG-Vertrag, 2. Aufl. Baden-Baden 1974, Bd.1, 1275ff; J. Kreplin, Die Richtlinie als Instrument zur Rechtsangleichung nach Art.100 EWG-Vertrag, NJW 1965, 467ff; F. Marx, Funktion und Grenzen der Rechtsangleichung nach Art.100 EWG-Vertrag, Köln 1976. Mit konkretem Bezug Hopt/Will, 136f.
- 27] Die entsprechenden Arbeitsdokumente der Generaldirektion Finanzinstitute und Steuerfragen XV der EG-Kommission sind der Öffentlichkeit bislang nicht zugänglich gemacht worden.
- 28] Vgl. insbes. die "Europäischen Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen" [77/534/EWG]; ABl. L212 vom 20.8.77, 37ff. Dazu eingehend Fellmann, 201ff; C. Lempereur, Vers un code européen de bonne conduite pour les transactions sur valeurs mobilières?, Rev.Banq. 1977, 3ff; Kurzportrait bei B. Pfister, Stand der Insiderdiskussion, ZGR 1981, 323f und Ischäni, Funktionswandel, 188ff; P. Nobel, spricht in SJZ 1977, 384 von einem "Code of Conduct", der sich "inhaltlich an der amerikanischen Entwicklung orientiert"; ferner SHZ Nr.34 vom 25.8.77, 7 [C. A. Ehrhardt, "EG setzt Insider-Schranken"] und NZZ Nr.200 vom 27./28.8.77, 20 [Ww., "Verhaltenskodex für Wertpapiertransaktionen"].
- Vgl. sodann die "Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse" [79/279/EWG]; ABl. L66 vom 16.3.79, 21ff. Literatur: Mettler, 75ff; Ischäni, 186ff; ferner Synthesebericht 7/80 des Integrationsbüros EDA/EVD, "Le droit bancaire et boursier de la CEE", Bern 1980, 16ff.- "Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospektes, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist" [80/390/EWG]; ABl. L100 vom 17.4.80, 1ff. Literatur [noch zu den Vorschlägen]: H. Bremer, Ein 'Europäisches Prospekt-schema' AG 1970, 169ff; E. Müller, Was bringt das einheitliche EG-Prospektschema?, AG 1973, 7ff; P. Nobel, Europäisierung des Aktienrechts, [Diss. St.Gallen] Diessenhofen 1974, 206ff; M. Sarmet, Le prospectus en bourse, Rev.Banq. 1973, 64ff; C. M. Schmitthoff, The European Prospectus, in FS J. Bärmann, München 1975, 857ff; S. Suckow, The European Prospectus, American Journal of Comparative Law 1975, 50ff.- "Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über regelmässige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Wertpapiere zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind"; ABl. C29 vom 1.2.79, 5ff; geänderter Vorschlag ABl. C210 vom 16.8.80, 5ff. Dazu Synthesebericht 7/80, loc. cit., 21ff.

verstehen sein. Sie dient allgemein einem doppelstufigen Rechtsetzungsprozess, bei welchem der Norminhalt gemäss der für die Mitgliedstaaten verbindlichen Zielsetzung durch die EG-Organen vorgeprägt wird, während die detaillierte Normausformung in innerstaatlicher Zuständigkeit erfolgt²⁹. Angestrebt wird somit einheitliche Substanz in nationaltypischer Gesetzesform und Ausgestaltung.

Eine konkrete Kritik an den laufenden Rechtsetzungsarbeiten wäre zu aprioristisch. Dennoch erheben sich schon im gegenwärtigen Stadium Bedenken grundsätzlicher Natur: Zum einen zeichnet sich die Entstehung eines stark kasuistischen Normkomplexes ab, der zu Gesetzesumgehungen geradezu inspirieren könnte. Zum andern ist auf die parallelen gemeinschaftlichen Anstrengungen zur zwingenden Institutionalisierung des dualistischen AG-Verwaltungssystems aufmerksam zu machen³⁰. Sofern sich jenes Projekt in unveränderter Form verabschieden lässt³¹, sind künftig in allen "europäischen" Aktiengesellschaften mit mehr als 500 Arbeitnehmern deren Vertreter via Aufsichtsorgan in den unternehmerischen Willensbildungsprozess miteinzubeziehen³². Dabei wird kaum zu vermeiden sein, dass die Arbeitnehmervertretung den inneren

29] Art.189 EWGV; J. Pipkorn, Die Angleichung des europäischen Gesellschafts- und Unternehmensrechts, WuR 1980, Sonderheft Unternehmensrecht, 95. Ausführlich auch A. Bleckmann, Europarecht, Köln/Berlin/Bonn/München 1976, 51ff; Groebe/Boeckh/Thiesing, Bd.2, 323ff, insbes. 336ff und 347f; H. P. Ipsen, Europäisches Gemeinschaftsrecht, Tübingen 1972, 455ff; K. W. Platz, EWG - Niederlassungsrecht und individuelle Rechtspositionen, Köln/Berlin 1966, 610ff; R. Schäfer, Probleme der EWG-Richtlinie, Diss. Freiburg i.Br. 1973.

30] "Vorschlag einer fünften Richtlinie zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art.58 Abs.2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter hinsichtlich der Struktur der Aktiengesellschaft sowie der Befugnisse und Verpflichtungen ihrer Organe vorgeschrieben sind"; ABl. C131 vom 13.12.72[!], 49ff. Literatur: T. Conlon, Industrial democracy and EEC Company Law: A review of the draft fifth directive, International and Comparative Law Quarterly 1975, 348ff; H. C. Ficker, Die Europäische Entwicklung zu einem Aufsichtsratssystem für Grossgesellschaften, in FS J. Bärmann, München 1975, 299ff; H. Kaminski, Vorschlag einer 5. Richtlinie der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Wpg. 1972, 633ff; J. T. Lang, The fifth EEC directive on the harmonization of company law, C.M.L.Rev. 1975, 155ff, 345ff; H. J. Sonnenberger, Die Organisation der Aktiengesellschaften im Gemeinsamen Markt, AG 1974, 1ff, 34ff; ders., Rechtsangleichung als Aufgabe und Problem der Europäischen Gemeinschaft, ZfRV 1974, 244ff.- Für die BRD vgl. insbes. das Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer vom 4.5.76 [BGBl. I 1153].- Zum Problemkreis der Mitbestimmung vgl. statt vieler das umfassende, rechts- und praxisvergleichende Standardwerk von R. M. Staehelein, Mitbestimmung in Europa, [Diss. Basel] Zürich 1979.

31] Nicht nur formaljuristische Einwände, sondern auch nationale Widerstände derjenigen Mitgliedstaaten mit "klassischer" Organverteilung werden für starke Verzögerungen sorgen.

32] Art.4 der 5. Richtlinie [2 Modelle]. Die Trias von Funktionen, die damit erfüllt werden sollen, nennt -unter Berufung auf das sog. Grünbuch über die "Mitbestimmung der Arbeitnehmer und Struktur der Gesellschaften", Beilage 8/75 EGBull.- Tschäni, Funktionswandel, 199.

Konflikt zwischen Geheimhaltungspflicht gegenüber dem Unternehmen und Rechenschaftspflicht gegenüber den Vertretenen zugunsten der letzteren zu lösen bestrebt sein wird. Als Schaltstelle für den vertikalen Dialog wird sie angeben, zur Vorbereitung entscheidender Aufsichtsratsbeschlüsse die Meinung im Betrieb erforschen zu müssen. In der BRD entwickelt sich diese Verhaltensweise allmählich zur Regel³³. Die Folgen sind absehbar: Der faktische Insiderkreis erfährt in belegschaftsstarken Unternehmen eine unkontrollierbare Weitung; die Chancen für eine wirksame Eindämmung von Insidermissbräuchen verschlechtern sich entsprechend.

Abschliessend ist auf die eigenen, treffenden Worte der EG-Kommission hinzuweisen, die als Replik auf den Vorwurf erfolgten, die "Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen"³⁴ seien angesichts der grossteils bereits geregelten, im Übrigen zumindest projektierten gesetzlichen Tatbestände zum vornherein als obsolet zu betrachten: "Schliesslich haben Wohlverhaltensregeln -die in Form einer für die Staaten unverbindlichen Empfehlung ergehen sollen- für einen Bereich, in dem die unterschiedlichsten Transaktionen vorkommen, und auf dem sich die Techniken mit der Dynamik des Geschäftslebens ständig weiterentwickeln, gegenüber einer Richtlinie -die die Mitgliedstaaten zum Erlass gesetzlicher Vorschriften zwingt- den Vorteil, dass sie flexibel sind und daher an Verhaltensweisen oder Transaktionen angepasst werden können, deren verschiedene Modalitäten unmöglich voraussehen sind"³⁵. Angesichts des in Arbeit befindlichen Harmonisierungsinstruments bleibt freilich die Frage offen, weshalb diese Einsicht innert kürzester Zeit durch die Gegenauffassung aufgewogen wurde.

2. Supranationale Ebene [Rechtsvereinheitlichung]

Auch im gesellschaftsrechtlichen Bereich der EG existiert schon seit einem Jahrzehnt ein konkreter, allerdings beschränkter und daher nur am Rande erwähnenswerter Lösungsversuch, der sich inhaltlich teils an [antiquierten] französischen³⁶, teils an

33] Vgl. K. Leckebusch, Die deutsche Insiderregelung, Vortrag in der am 14.7.80 in Hannover gehaltenen Fassung, a.E.

34] Vgl. vorne Anm.28 a.A. Insiderfragen beanspruchten in diesem Ehrenkodex relativ breiten Platz.

35] Dok.XV/213/76, zit. von K. Leckebusch, Die neuen Insider-Regeln in ihrer am 1. Juli 1976 in Kraft getretenen Fassung, Vortrag in der am 11.11.77 in Bremen gehaltenen Fassung, a.E.

36] Zum französischen Insiderrecht vgl. namentlich Bruns, Wertpapierhandel, 136ff; Hopt/Will, 108ff; G. Leistner, Das französische Insider-Recht, AG 1971, 360ff; M. R. Will, Die französische Börsenkommission, ZHR 1970, 229ff; ders., Frankreichs Börsenkommission im vierten Jahr, RIW/AWD 1972, 123ff.

amerikanischen³⁷ Leitbildern orientiert. Im Rahmen des Grossprojektes zur Kreation der sog. Societas Europaea [SE]³⁸, einer supranationalen³⁹, einheitlich normierten Organisationsform, sieht Art.82 des Statuts eine Kombination von Offenlegungs-, Depot- und Gewinnabführungspflichten für bestimmte Insider vor. Bei Verstössen drohen nicht näher definierte strafrechtliche Sanktionen⁴⁰.

An der Bestimmung des Art.82 wurde mancherlei gerügt: Sie gehöre systematisch nicht in das Statut, sondern in das Gebiet der börsenrechtlichen Harmonisierung⁴¹; mit Bezug auf das Insidergeschäft sei sie "eher anodin", dafür aber für die "vielen loyalen Insider ... vexatorisch"⁴²; weder im Ansatz noch in der Wirkung vermöge sie mehr als ein blosses Muster für ein künftiges europäisches Insiderrecht zu sein⁴³; mit Umgehungen sei zu rechnen⁴⁴. Diesem Katalog ist folgendes beizufügen: Das Statut soll als ausgebildetes und unabhängiges europäisches Rechtsinstrumentarium neben die nationalen Gesetzgebungen treten⁴⁵. Damit wird der [wenig perfekte] Insiderstat-

37] Sect.16 [b] des Securities Exchange Act von 1934 mit Amendment von 1964; vgl. statt vieler Klainguti, 60ff und Wojtek, 52ff.

38] "Vorschlag einer Verordnung des Rates über das Statut für Europäische Aktiengesellschaften"; Sonderbeilage 8-1970 EGBull.; geänderter Vorschlag Beilage 4/75 EGBull. Statt unzähliger Literaturangaben vgl. das reichhaltige Verzeichnis von W. Timm in: M. Lutter [Hrsg.], Die Europäische Aktiengesellschaft, Köln/Berlin/Bonn/München 1976, 439ff.

39] Die staatsvertragliche Alternative eines "loi uniforme" wurde relativ frühzeitig verworfen. Vgl. noch E. von Caemmerer, Entwurf einer europäischen Gesellschaftsform, in: Europäische Handelsgesellschaft und Angleichung des nationalen Gesellschaftsrechts, Frankfurt a.M./Berlin 1968, 54ff; abwägend M. Wang, Die Europäische Aktiengesellschaft in der EWG, Diss. Freiburg 1964, 67ff, 75ff; skeptisch K. Hannak, Die Vereinheitlichung des europäischen Gesellschaftsrechts, JBl. 1964, 297f.

40] Anhang IV, Ziff.VIII SSE. Art der Strafbestimmungen und Höhe der Strafdrohungen sollen von den nationalen Strafbehörden festgelegt werden; Fellmann, 200.

41] G. Walther, Das Statut für Europäische Aktiengesellschaften aus der Sicht der Wirtschaft, AG 1972, 102. Nach Nobel, Europäisierung, 256 vermag dieses formelle Verlangen für die noch offene Problematik des Zusammenhangs zwischen Gesellschafts- und Börsenrecht keinen Beitrag zu leisten.

42] M. Brunner, Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei?, SAG 1976, 193. Kritisch zu seiner Äusserung, es handle sich um einen "Abklatsch", Tschäni, Funktionswandel, 190 Anm.81.

43] Hopt/Will, 140. Zweifel an der Wirksamkeit hegen auch R. Clement/U. Fortdran/U. Müller/B. Wanske, Probleme der Europäischen Aktiengesellschaft, AG 1972, 348.

44] J. van Ryn, Le projet de statut des sociétés européennes, RTDE 1971, 576. Nach J. Wolff, Europäische Aktiengesellschaft, AG 1970, 249 ist demgegenüber zu prüfen, "ob der Entwurf hier nicht viel zu weit gegangen ist"(!).

45] Art.7 I SSE: "Vorbehältlich entgegenstehender Vorschriften sind die von dem Statut behandelten Gegenstände selbst hinsichtlich der Rechtsfragen, die nicht ausdrücklich geregelt werden, der Anwendung des Rechts der Mitgliedstaaten entzogen...". Dazu eingehend W. Lindacher, Massgebendes Recht, Auslegung und Lückenschliessung, in: Lutter [Hrsg.], 4ff.

bestand des Art.82 durch die [zweifelloos stringenteren] harmonisierten Insidernormen gewissermassen überholt werden - eine Erscheinung, die mit den etablierten Grundsätzen der Kommission, Normkongruenz zwischen dem Statut und den Richtlinien herzustellen, in Konflikt geraten muss. Angesichts dessen wird man von einer Neufassung des Art.82 nicht absehen können, sofern die ersatzlose Streichung als Alternative ausser Betracht fällt.

III. Massnahmen zur Selbstregulierung

Im Jahre 1968 nahm die vom Bundesminister für Wirtschaft berufene Börsensachverständigenkommission [BSK], ein interessenneutrales Beratergremium, ihre Tätigkeit auf. Ihr Auftrag lautete allgemein, "einen Beitrag zur Reform des Börsenwesens zu leisten, um die Beteiligung weiterer Bevölkerungskreise am Wertpapiersparen zu fördern"⁴⁶. Im Rahmen ihrer Aufgabenstellung fasste die BSK Mitte 1969 den Beschluss, sich dem Problem der missbräuchlichen Ausnutzung von Insiderinformationen anzunehmen⁴⁷. Für die Sachdebatte wurde eine besondere Arbeitsgruppe eingesetzt⁴⁸, die bereits Ende 1969 mit ersten Programmsätzen aufwartete. In der folgenden Kommissionssitzung wurde insbesondere der Vorschlag zur Errichtung einer Art von "Wertpapier-Ueberwachungsverein" erhoben, der als berufsständische Organisation eine angemessene und vernünftige Spruchpraxis entwickeln und allein durch seine Existenz disziplinierend wirken sollte⁴⁹. Formell kam es allerdings nie zu dessen Gründung. Demgegenüber konkretisierte sich in der ordnungspolitischen Kontroverse schon bald der Ruf nach einer freiwilligen, statt einer gesetzlichen Regelung. Ihm galt es in der nachfolgenden Konstruktionsphase Rechnung zu tragen. Der konkrete Vorentwurf wurde der BSK zur Mitte 1970 stattfindenden Sitzung unterbreitet. In der neuerlichen

46] Rundschreiben des Bundesverbandes Deutscher Banken e.V., Nr.99, IV, Wertpapier und Börsenverkehr, 26.11.70.

47] Mutmassungen über die Initialzündung zu diesem Vorhaben sind nur beschränkt möglich. Vereinzelte Nachkriegsfälle, von denen insbes. der Kapitalschnitt von Bowau & Knauer AG mit vorgängigem massivem Kursverfall höhere Wellen aufgeworfen hatte [Sachverhalt bei Hopt/Will, 22], aber auch die ausländischen Regelungsversuche mögen als Katalysatoren gedient haben. Pfisterer, 29 spricht mitleidvoll von einer Art "Selbsthilfe" der BSK. W. Jentsch, Die Neufassung der Insider-Regelungen, BB 1976, 186 verneint für jene Zeit generell das Vorliegen eines akuten Missstandes, der nach dringender Abhilfe verlangt hätte.

48] Zusammensetzung der Arbeitsgruppe 2 und späteren Mutationen bei Bremer, BSK, Einl. XIII und XV.

49] Bremer, BSK, 24. Vgl. auch Beyer-Fehling/Bock, 48.

Diskussion um ein Kontrollorgan reichte das Anregungsspektrum von einer Vorinstanz, die "Querulantenfälle" zum vornherein ausschalten sollte, bis zum staatlichen Wertpapieramt⁵⁰. Eine Repolarisation der Standpunkte war unverkennbar. Mit der Vereinigung der gegensätzlichen Auffassungen beauftragt, entwickelte die Arbeitsgruppe in der Folge ihre "Empfehlungen zur Lösung der sogenannten Insiderprobleme", einen Ehrenkodex bestehend aus den "Insiderhandels-Richtlinien" und den "Händler- und Beraterregeln", der von der BSK am 13. November 1970 ohne Gegenstimme [!] verabschiedet wurde⁵¹. Ihm fügte sich ein Jahr später die von seiten der beteiligten Spitzenverbände der Wirtschaft unter Federführung und in Zusammenarbeit mit der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen erarbeitete "Verfahrensordnung für die bei den Börsen ... zu bildenden Prüfungskommissionen" an. Der ganze Komplex trat am 2. Januar 1972 in Kraft.

Die Kritik setzte unverzüglich ein⁵² und fand zusätzliche Nahrung im Zusammenhang mit den Vorgängen um die Uebernahmeofferte der August Thyssen-Hütte AG an die freien Aktionäre der Rheinstahl AG⁵³. Die Befürworter rekrutierten sich

50] Dazu ausführlicher Bremer, BSK, 25.

51] Abdr. bei Bremer, BSK, Dok.6 104ff; G. Bruns/H. Rodrian, Wertpapier und Börse, Ergänzbare Handbuch für den Effektenverkehr, Berlin 1971 [Stand August 1977], 435; ebenso in ZfK Heft 24 vom 15.12.70 [Sonderveröffentlichung, hg. von der BSK]. Letztlich wurde sogar auf die Erwähnung eines Vorbehalts des Ministeriums verzichtet, wonach diese Regelung als Experimentallösung im Vorfeld einer Gesetzeslösung bezeichnet werden sollte.

52] R. Böhner, Insiderregeln eine Farce?, WP 1972, 234f; B. Grossfeld, Management and Control of Marketable Share Companies, in International Encyclopedia of Comparative Law, Vol.XIII, Ch.4, Tübingen/Mouton/The Hague/Paris 1973, 78 N184; Holschbach, 2006; Hopt/Will, 113ff; Horn, 381ff; G. Leistner, Das Insiderrecht in der Bundesrepublik - Ein Schlag ins Wasser!, ZRP 1973, 201ff; Ulmer, Rechtspolitische Probleme, 626f; M. R. Will, Anlegerschutz durch Insiderhandels-Richtlinien?, NJW 1973, 645; ders. später in: Loss [Ed.], 193ff. Die Kritik ist reduzierbar auf die Worte von Hopt, Kapitalanlegerschutz, 160: "Zustandegekommen ist ... nur eine sehr enge Lösung ohne volle Durchschlagskraft und ohne eigene Rechte für die Anleger".

53] Folgender Sachverhalt ist erstellt: Ende 1972 trafen sich einige Vorstandsmitglieder der August Thyssen-Hütte AG [nachfolgend A.T. AG] und der Rheinstahl AG [nachfolgend R. AG] zu Kooperations- bzw. Beteiligungsgesprächen. Schon dieser Sitzung waren im Verlaufe des Jahres markante, ausserhalb der übrigen Börsentendenz liegende Kurssteigerungen der R. AG-Aktien vorangegangen, nachdem in einer Hauptversammlung der R. AG vom Vorstandsvorsitzenden der Wunsch nach Anlehnung an einen grösseren Partner geäussert worden war. Seitens der A.T. AG wurde schliesslich der Plan gefasst, den Aktionären der R. AG eine Kaufofferte al pari zu unterbreiten. Vorgesehen war eine 51%-Beteiligung. In den anfangs 1973 stattfindenden Sitzungen des Gesamtvorstandes sowie des Aufsichtsrates der A.T. AG fiel kein definitiver Entscheid. Immerhin kam man überein, das Kaufangebot nach der Klärung weiterer Umstände auszulegen. Die Kursentwicklung der R. AG-Aktien kulminierte in der Folge bei stark anziehenden Umsätzen bis zu einer Höchstmarke von 106.5 Punkten. Eine Offerte zum Nennwert schien daher wenig erfolgversprechend. Mitte Februar kam es erneut zu einem Zusammentreffen der beiden Führungsspitzen. Man einigte sich auf einen Uebernahmepreis von 125%,

demgegenüber aus einem kleinen Lager⁵⁴. Ungeachtet der weitverbreiteten Skepsis, insbesondere jedoch der von Anfang an ablehnenden Haltung des Deutschen Gewerkschaftsbundes⁵⁵, wurden die IHR immerhin von etwa 67% der zum offiziellen Handel zugelassenen Publikumsgesellschaften mit ca. 90% des börsennotierten Nennkapitals⁵⁶, die HBR gar von nahezu sämtlichen Kreditinstituten⁵⁷ anerkannt⁵⁸. Der Ansicht, wonach "deutsche Kaufleute in überwältigend grosser Zahl ... durch Anerkennung der Regeln zum Ausdruck [brachten], dass sie es nicht nur als moralisch, sondern auch als rechtlich verbindliches Gebot kaufmännischen Anstands ansehen, ihnen als 'Beauftragten Dritter' zugekommene Informationen in keinem Falle zum eigenen Vorteil zu verwerten"⁵⁹, ist in Anbetracht dessen wohl zu folgen.

[Forts. Anm.53]

der kurz darauf im ausserbörslichen Handel -der börsliche Handel war auf Betreiben der konsortialführenden Banken ausgesetzt worden- egalisiert wurde. Für Details vgl. die Ausführungen des Vorsitzenden der Prüfungskommission in DB 1973, 2288ff; vgl. auch DB 1973, 2234f.

Aufgrund dieser Vorfälle beantragten die A. T. AG, die R. AG und sämtliche involvierten Kreditinstitute beim Präsidium der Rheinisch-Westfälischen Börse die Einleitung eines Insider-Prüfungsverfahrens, das nota bene 160 Einzelverfahren nach sich zog. Im Ergebnis musste schliesslich festgestellt werden, dass ein Verstoss gegen die IHR resp. die HBR schlechthin nicht vorlag. Zum Verfahren, zu den Entscheidungsgründen und insbes. zu deren Konsequenzen wird noch im einzelnen Stellung genommen.

54] So z.B. H. Beyer-Fehling, Die neuen Insider-Regeln, ZfK 1970; Degner, Börsennovelle, 369.

55] Laut Bremer, BSK, 30 übte der DGB den Insider-Regeln gegenüber nach eigener Aussage bloss "passive Toleranz". Tatsache ist jedoch, dass der DGB seine Mitglieder aufforderte, "die Abgabe einer privaten Verpflichtungserklärung zu verweigern", wende er sich doch "gegen Scheinlösungen und Ablenkungsmanöver, mit denen interessierte Kreise ... den Erlass eines Gesetzes zu verhindern suchen..."; Abdr. des Rundschreibens ND 285/71 vom 8.9.71 bei Hopt/Will, M-166. Treffend Srk., "Wenn es um Interna geht", SZ vom 9.2.72: "Die Gewerkschaften müssen sich ... den Vorwurf gefallen lassen, eine Uebergangsregelung verhindert zu haben, die Vorteile der Insider gegenüber den Outsidern minimiert und die gesetzliche Regelung nicht ausgeschlossen hätte".

56] Daten von Beyer-Fehling/Bock, 53. Mittlere Unternehmen waren demzufolge mit ihrem Akzept zurückhaltender.- Gem. FAZ Nr.277 vom 29.11.72, 18 [re., "Insider-Regelung erfolgreich"] wurden die IHR von der gesamten Kredit- und Versicherungswirtschaft sowie von sämtlichen Handelsunternehmen anerkannt.

57] Pfisterer, 30. Die meisten freien Anlageberater, die nicht zu den Kreditinstituten zählen, verhielten sich jedoch ablehnend; Bremer, BSK, 31; H. Hölzler/ H. Hoffmann, Schützen die Insider-Vorschriften den Insider?, ZfK 1975, 311.

58] Zu dieser eindrücklichen Beteiligungsquote mag beigetragen haben, dass die anerkennenden Gesellschaften ab 1.4.73 in den Kursblättern mit einem Semikolon hervorgehoben werden ["I" in einem Kreis für die Insider-Regeln i.d.F. 1970, "I" in einem Dreieck für die Insider-Regeln i.d.F. 1975]. Gem. Beyer-Fehling/Bock, 48 soll diese Kennzeichnung allmählich auch im Kursteil grösserer Tageszeitungen eingeführt werden.

59] Zitat von W. Stützel, Mitglied der Arbeitsgruppe 2 der BSK, abgedr. bei Pfisterer, 31f.

Die Aktivitäten zur Weiterentwicklung der Insider-Empfehlungen 1970 liessen nicht lange auf sich warten. Bereits anfangs 1974 fasste die BSK den Beschluss, die gesammelten praktischen Erfahrungen zu verwerten. Im Zusammenwirken mit Vertretern von Börsen-, Banken- und Wirtschaftsverbänden unterbreitete die erneut berufene Arbeitsgruppe 2 für die Mitte 1974 anberaumte Sitzung ausformulierte Aenderungsvorschläge. Nach weiteren, inner-⁶⁰ sowie ausserparlamentarischen⁶¹ Beratungen fand die z.T. stark erweiterte und umstrukturierte Neufassung der Insider-Regeln am 26. November 1975 schliesslich die einhellige Zustimmung der Kommission⁶². Das revidierte Regelwerk wurde am 1. Juli 1976 *in actu* in Kraft gesetzt, musste indes allen in Betracht kommenden Insidern erneut zur Unterwerfung vorgelegt werden - eine Prozedur, die aufgrund der mitunterzeichneten Fortgeltungsklausel künftig vermieden werden kann⁶³.

Nach eigenen Ermittlungen haben bis zum Herbst 1980 bundesweit durchschnittlich ca. 77% aller börsennotierten Aktienemittenten, die zugleich rund 96% des gesamten zugelassenen Aktienkapitals vertreten, ihr Voll- bzw. Teilakzept abgegeben⁶⁴. Folgt man zudem der Beobachtung, wonach ein Grossteil der Anlegerschaft tendenziell davon absieht, Beteiligungspapiere solcher Publikumsgesellschaften in ihren Wert-schriftendepots zu führen, bei denen eine latente Gefahr missbräuchlicher Verwertung von Insiderinformationen besteht⁶⁵, lässt sich wahrlich nicht mehr von einer blossen "Farce"⁶⁶ sprechen⁶⁷.

60] Vgl. vorne Anm.6.

61] Detaillierter H. Bremer, Die Neufassung der Insider-Bestimmungen, AG 1976, 10.

62] Abdr. der Bestimmungen bei Bremer, BSK, 112ff; Schwark, BörsG, 481ff, 525ff [mit Anmerkungen der beteiligten Spitzenverbände und der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen]; hinten 162ff.

63] Leckebusch, Vortrag 1977. Vgl. daselbst den Wortlaut der Fortgeltungsklausel: "Spätere Aenderungen der Insiderhandels-Richtlinien, der Händler- und Beraterregeln und der Verfahrensordnung einschliesslich der dazugehörigen Erläuterungen werden für mich verbindlich, wenn sie mir zugegangen sind und ich -trotz Hinweis auf das bestehende Widerspruchsrecht- nicht innerhalb von zwei Monaten dagegen schriftlich Widerspruch bei der Gesellschaft einlege, der gegenüber ich die vorstehende Erklärung abgegeben habe".

64] Die Ermittlungen stützen sich auf eine Auswertung der amtlichen Kursblätter sämtlicher Wertpapierbörsen in der BRD einschliesslich Berlins. Die erwähnten Zahlen umfassen allerdings auch diejenigen Gesellschaften, die bislang lediglich die Insider-Regeln i.d.F. 1970 anerkannt haben. Ohne sie liegt die durchschnittliche Quote bei ca. 64% resp. 86%.- Entsprechend einer seitens der Börsen per Jahresende 1978 durchgeführten Auflistung des Anerkennungsstandes, der eine zielgerichtete Werbeaktion der führenden Banken vorausgegangen war, hatten damals -gemessen in % des börsennotierten Kapitals- 95% der Gesellschaften beide Fassungen [wovon 84% die neuere] anerkannt. Bis zum Herbst 1980 konnten somit nur noch bescheidene Zuwachsraten verzeichnet werden.

65] Nach einer Auskunft aus deutschen Bankenkreisen.

Mit der Revision der Insider-Regeln kam die auf staatlicher Ebene geführte Grundsatzdiskussion der Befürworter und Gegner einer Freiwilligkeitslösung erwartungsgemäss nicht zum Stillstand. Einem im Mai 1979 veröffentlichten Bericht der seitens des Bundesministeriums für Finanzen eingesetzten Studienkommission "Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft" zufolge wurde an der geltenden Fassung -nicht ohne Gegenkritik- vornehmlich dreierlei gerügt: "Die Voraussetzungen für die Einleitung eines Prüfungsverfahrens seien zu streng, die Prüfungsmöglichkeiten im Verfahren zu gering und die Möglichkeiten, Verstösse zu ahnden, zu schwach". Freilich wurde eine Gesetzeslösung unter diesen Aspekten erneut favorisiert, "damit Vertrauen in die Chancengleichheit am Aktienmarkt bestehe"⁶⁸. Damit wurde allerdings der Haltung einer starken Minderheit in der Kommission Ausdruck gegeben⁶⁹. Die Kommissionsmehrheit vertrat demgegenüber die Auffassung, die Gefahr von Insider-Geschäften werde in ihrer praktischen Bedeutung erheblich überschätzt. "Angesichts der kritischen Beobachtung durch die Öffentlichkeit, des lebhaften Wettbewerbs unter den Kreditinstituten und des existenznotwendigen Interesses der Banken an der Erhaltung ihres guten Rufes erschein[e] eine gesetzliche Insider-Regelung nicht erforderlich". Ausserdem stünde der bürokratische Aufwand nicht in angemessenem Verhältnis zum voraussichtlichen Erfolg. Die Prüfungskommission biete hinreichend Gewähr für eine sachgerechte Untersuchung. Schliesslich ermangele eine gesetzliche Regelung der Flexibilität und Vollständigkeit, während die Freiwilligkeitsregelung erforderlichenfalls ergänzt werden könne und müsse⁷⁰. Letzteres wird von der BSK gegenwärtig überprüft⁷¹.

66] Allerdings noch zu den Insider-Regeln i.d.F. 1970 Böhner, 233. Unhaltbar auch der "nicht unbegründete Verdacht" von Leistner, Insiderrecht, 208, "von interessierter Seite [sei] zunächst einmal mit Erfolg der Versuch unternommen werden..., alles daran zu setzen, dass Insider-Geschäfte nicht aufgedeckt werden".

67] Im Ergebnis gl.M. Bremer, Neufassung, 13 Anm.25; Jentsch, 191; K. Leckebusch, Die neuen Insider-Empfehlungen, ZfK 1976, 641f. Angesichts der seit der Verschärfung erhöhten Anerkennungquote verfängt sich allmählich auch die Kritik von Schwark, Anlegerschutz, 233, wonach sich der Anwendungsbereich eines solchen Instrumentariums mit sachgerechterem [stringenterem] Ausbau entsprechend verkleinern würde; ähnlich schon die Bedenken von Hopt/Will, 150.

68] Bundesministerium für Finanzen, Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft - Bericht der Studienkommission, Schriftenreihe Heft 28, Mai 1979, 336ff, Ziff.1093.

69] Ebenda, Ziff.1093.

70] Ebenda, Ziff.1090-1092.

71] Nach einer Auskunft von H.-J. Schwarze, Sekretär der BSK.

§ 5 DIE INSIDERHANDELS-RICHTLINIEN

I. Kernbegriffe

A. Insider und ihnen gleichgestellte Dritte

Der persönliche Geltungsbereich der Richtlinien ist in §2 Nr.1 positiv abgesteckt. Dabei wird differenziert zwischen unternehmensnahen [gesetzliche Vertreter¹, Aufsichtsratsmitglieder, Grossaktionäre und Angestellte] und unternehmensfernen [gewisse Kreditinstitute und deren Angehörige] Normadressaten. Materiell erfolgt indes -vorbehältlich einer nicht unproblematischen Ausnahme²- Gleichstellung.

1. Die Vertreter der ersten Gruppe werden entsprechend der abgegebenen Unterwerfungserklärung in ihrem Verhältnis zur Gesellschaft bzw. zu einem mit ihr verbundenen inländischen Unternehmen³ erfasst. Die gesellschafts- bzw. unternehmensbezogene Insiderqualität müsste demnach regelmässig entfallen, sobald Informationen über fremde Unternehmen erlangt werden⁴. Dies hätte allerdings zur Folge, dass auch der Handel mit Wertpapieren eines mit der Gesellschaft des Eingeweihten erst zusammenzuschliessenden und daher noch fremden Unternehmens⁵ selbst unter Ausnutzung einer bestimmten Insiderinformation [§2 Nr.3 IHR] nicht unter Verbot gestellt werden könnte, da die dritte Voraussetzung, die Insiderqualität mit Bezug auf das Fremdunternehmen, fehlt. Dieser mit dem Sinn und Zweck der Richtlinien schlechthin nicht zu vereinbarende Konsequenz wird man für solche Fälle mit Hilfe einer erweiternden teleologischen Auslegung des Insiderbegriffs begegnen können.

1] Sie werden von H. Reuter, Aktienmarkt und Aktieninformationsmarkt, Göttingen 1980, 215 in Anlehnung an D. J. Bartholomew, Stochastische Modelle für soziale Vorgänge, München 1970, 262 als "natürliche Informationsproduzenten der ersten Generation" bezeichnet.- Der Ausdruck der "gesetzlichen Vertreter" umfasst neben den AG-Vorstandsmitgliedern sowie deren Stellvertretern [§94 AktG; vgl. Rümker, 1208] auch die unbeschränkt haftenden Gesellschafter einer Kommanditgesellschaft auf Aktien [§§278ff AktG]. Im Hinblick auf eine Teilrezeption für die Schweiz, wo diese Organisationsform ein Schattendasein führt, kann sich die vorliegende Darstellung auf die aktiengesellschaftliche Perspektive beschränken.

2] Vgl. hinten 49f.

3] Verbundene Unternehmen sind gem. §15 AktG "rechtlich selbständige Unternehmen, die im Verhältnis zueinander in Mehrheitsbesitz stehende Unternehmen und mit Mehrheit beteiligte Unternehmen [§16], abhängige und herrschende Unternehmen [§17], Konzernunternehmen [§18], wechselseitig beteiligte Unternehmen [§19] oder Vertragsteile eines Unternehmensvertrags [§§291, 292] sind".

4] So Schwark, BörsG, 506 N5. Vgl. auch Anm.1 der Verbände zu §2 IHR.

5] Diese Papiere gelten ausdrücklich als Insiderpapiere; §2 Nr.2 lit.c IHR. Vgl. dazu hinten 51f.

Seit der Revision der IHR fallen bemerkenswerterweise auch inländische Grossaktionäre mit Beteiligungen⁶ ab 25% unter den Insiderbegriff. Hinsichtlich der Prozentzahl wurde zu Recht gerügt, sie liege über der international konformen Schwelle von 10%⁷. Eine begriffliche Weitung des Grossaktionärskreises wäre zu verantworten. Fehl geht hingegen die Befürchtung, private Grossaktionäre könnten zwar zur Unterwerfung unter die Richtlinien angehalten werden, eine Ueberprüfung sei hingegen unmöglich, da Privatpersonen im allgemeinen keiner Meldepflicht ihres Beteiligungserwerbs unterliegen⁸. Aus praktischer Sicht ist davon auszugehen, dass die Unternehmensleitung über die Identität und das Beteiligungsvolumen namhafter Anteilsbesitzer informiert ist. Hierbei handelt es sich doch um eine Grundbedingung für die Entstehung jenes Vertrauensverhältnisses, dem die Vorausinformationen zu entstammen pflegen, das m.a.W. die Insiderqualität des Grossaktionärs de facto erst begründet.

Angestellte gelten nur aufgrund ihrer vorausgesetzten Nähe zu den Informationsquellen als Insider. Der Entscheid fällt in unternehmensinterner Zuständigkeit⁹. Freilich wird sich a priori kaum mit hinreichender Bestimmtheit feststellen lassen, welche Angestellten in einer konkreten Situation Zugang zu unveröffentlichten Informationen erlangen werden. Deshalb wurde die Forderung erhoben, den Insiderkreis auf die gesamte Belegschaft auszudehnen, "auch wenn in der Mehrzahl der Fälle die Wahrscheinlichkeit für die Erlangung derartiger Informationen sehr gering sein dürfte"¹⁰. Mit Blick auf die andernorts skizzierten Folgen einer Pluralisierung der unternehmerischen Willensbildung¹¹ gewinnt diese Forderung zunächst zusätzliches Gewicht, muss indes aus praktischen Erwägungen als undurchsetzbar bezeichnet werden. Tauglicher

6] Für die Anteilsberechnung findet §16 IV AktG entsprechende Anwendung: "Als Anteile, die einem Unternehmen gehören, gelten auch die Anteile, die einem von ihm abhängigen Unternehmen oder einem anderen für Rechnung des Unternehmens oder eines von diesem abhängigen Unternehmens gehören und, wenn der Inhaber des Unternehmens ein Einzelkaufmann ist, auch die Anteile, die sonstiges Vermögen des Inhabers sind".

7] Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 18; kritisch auch Fellmann, 94 und Renner, 111f. Zum internationalen Vergleich Hopt/Will, 70.

8] Pfisterer, 40, 120, unter Hinweis auf A. Baumbach/A. Hueck/G. Hueck, Aktiengesetz, 13. Aufl. München 1968, N4 zu §20, Nn.3-5 zu §15. Nach §20 AktG besteht demgegenüber eine Mitteilungspflicht für solche Unternehmen, die sich mit mehr als 25% am Aktienkapital einer anderen Gesellschaft beteiligen. Diese Beteiligungen müssen im Übrigen publiziert werden.

9] In verfahrensrechtlicher Hinsicht sind sie seit der Revision den Mitgliedern der Gesellschaftsorgane gleichgestellt. Diese Kompetenzerweiterung der Prüfungskommission ist zu begrüßen.

10] Pfisterer, 119; vgl. auch Beyer-Fehling/Bock, 47. A.M. Bruns/Rodrian, 436, Erl.18 zu §2 IHR.

11] Vgl. vorne 39f.

als eine Erweiterung des Insiderbegriffs erscheint hier die Pflicht zur frühzeitigen Veröffentlichung des Beschlussgegenstandes, zumal die betreffende Information mit einer starken Vergrößerung des Eingeweihtenkreises ohnehin sehr schnell ihren Weg an das interessierte Publikum finden dürfte. Fehlen hingegen -vor allem in mittleren und kleineren Publikumsgesellschaften- unternehmensinterne Intermediärinstanzen, gewinnt der Ruf nach einer Erweiterung des geltenden Insiderbegriffs etwas an Gewicht¹².

2. Die "negativen" Ergebnisse der Prüfungsverfahren im Fall Thyssen¹³ boten dazu Anlass, Kreditinstitute und deren Angehörige, die im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Kenntnis von Insiderinformationen erlangen, den Vertretern der ersten Gruppe gleichzustellen. Dabei stellt sich sogleich die bislang nicht geklärte Frage, weshalb die Gleichstellung lediglich bei gewissen unternehmenspolitischen Massnahmen¹⁴, für die das Kreditinstitut beigezogen wird, nicht jedoch auch bei anderen, "auf dem blossen Schuldner-/Gläubigerverhältnis -z.B. bei der Einräumung von Krediten-" beruhenden Bankgeschäften Platz greift¹⁵. Beispielsweise ist nicht ersichtlich, weshalb ein leitender Bankangestellter, der anlässlich einer Kreditvertragsverhandlung von alarmierenden Liquiditätsengpässen seines Kontrahenten erfährt¹⁶, nicht als Insider im Sinne der Richtlinien gilt, dieses Kriterium hingegen erfüllt, sobald er bzw. sein Institut

12] Verstärkte Bedeutung erlangt er insbes. mit Bezug auf jene Unternehmen, in denen das Institut fungibler Mitarbeiterbeteiligungspapiere bereits eingeführt wurde. Dazu allgemein und statt vieler M. Wehrli, Mitbeteiligung der Arbeitnehmer durch Belegschaftsaktien - Problematik und Erfahrungen, Diss. Zürich 1969; interessante Informationen aus jüngerer Zeit auch bei C. P. Claussen, Ohne die Aktie keine Vermögensbildung, ZfK 1977, 323f.

13] In den Entscheidungsgründen des Prüfungsverfahrens gegen die Dresdner Bank AG [nachfolgend D.B. AG] vom 10.9.73, Ziff.2 lit.a wurde auf die gesellschafts- bzw. unternehmensbezogene und damit begrenzte Insiderqualität der IHR hingewiesen. Es war somit zum vornherein ausgeschlossen, der D.B. AG bzw. ihren Angehörigen einen Verstoß gegen die IHR anzulasten, da Gegenstand ihrer Börsendispositionen Papiere einer fremden Gesellschaft, der R. AG, gewesen waren [DB 1973, 2290f].

14] §2 Nr.3 lit.a-e i.V.m. Nr.1 Satz 2 e.E. IHR.

15] Anm.2 der Verbände zu §2 IHR. Kritisch auch L. Mülhaupt, Die Insiderregelungen in der Bundesrepublik Deutschland, den Vereinigten Staaten von Amerika und Grossbritannien - eine vergleichende Analyse, Hagen 1981 [MaschSchr.], 32 und Wojtek, 30.

16] Die Nachricht über wesentliche Liquiditätsveränderungen stellt zwar auch eine Insiderinformation dar; §2 Nr.3 Satz 2 IHR. Ihre Kenntnis stempelt jedoch den Angehörigen des Kreditinstituts nicht zum Insider. Nach Schwark, BörsG, 506 N6 gilt dies selbst für anderweitig erfahrene Insiderinformationen gem. §2 Nr.3 lit.a-e IHR, solange das Kreditinstitut [noch] nicht "eingeschaltet" worden ist. Wojtek, 30 vertritt immerhin die Ansicht, eine konkrete Darlehensgewährung zur Finanzierung eines Abfindungsangebots [§2 Nr.3 lit.c IHR] sei ausreichend, um das Kreditinstitut resp. dessen Angehörige wie Insider zu behandeln.

bei den entsprechenden Sanierungsmassnahmen "eingeschaltet" wird¹⁷. Angesichts dessen erhebt sich die Forderung nach einer Dehnung des Gleichstellungsbegriffs.

3. In der Literatur besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass die abschliessende Definition des Insiders zu eng geraten ist¹⁸. Sog. "unechte Insider"¹⁹, die ihren Zugang zu privilegierten Informationen Konstellationen verschiedenster Art verdanken²⁰, werden nicht miteinbezogen. Wirtschaftsprüfer²¹, Rechts-, Steuer- und Unternehmensberater, Grosskunden²² und -lieferanten, das wiederholt erwähnte Druckereiuunternehmen, Werbefachleute u.dgl.m. könnten im Rahmen ihres Vertrages mit der betreffenden Signatargesellschaft durchaus zu entsprechenden Verpflichtungserklärungen gehalten werden²³.

B. Insiderpapiere

Der Katalog von §2 Nr.2 der Richtlinien umschliesst gattungsmässig grundsätzlich alle Papiere des Effektenhandels²⁴. Einzige Ausnahme bilden die einfachen Schuld-

17] Diese Problematik wurde auch von der seitens des BMF eingesetzten Studienkommission "Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft" [vgl. vorne 46] erkannt; vgl. insbes. Ziff.195 des zit. Berichts. Nach einer Auskunft von H.-J. Schwarze richteten sich die Auffassungen der deutschen Wirtschaft allerdings gegen eine Erweiterung des Gleichstellungsbegriffs. Der Boden überschaubarer und damit wirksam bekämpfbarer Handlungsweisen werde verlassen; ein Schuldner-/Gläubigerverhältnis bestehe schliesslich bei jeder Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten. Dagegen lässt sich m.E. einwenden, der Einblick des Kreditinstituts in die Interna des Emittenten sei i.d.R. verlässlicher und umfassender als derjenige irgendeines Geschäftspartners.

18] Hölzler/Hoffmann, 310; Leistner, Insiderrecht, 204; Pfisterer, 45ff, 119f; Renner, 113; Scheu, 114f; Schwark, BörsG, 505 NI a.E.; ders., Anlegerschutz, 231. A.M. Reuter, 227. Man kann sich allerdings des Vorwurfes einer gewissen Praxisferne nicht erwehren: M.W. waren in der BRD -soweit festzustellen oder zumindest zu vermuten war- durchwegs Insider am Werk, die nunmehr unter den Insiderbegriff der IHR i.d.F. 1975 fallen würden.

19] Leistner, Insiderrecht, 204. In SZ Nr.275 vom 17.11.70 [os., "Insider mit Verantwortung"] wird von "verlängerten Insidern" gesprochen. Gegen eine Differenzierung Böhner, 233.

20] Näheres bei Hopt/Will, 77f.

21] Vgl. aber Schwark, Insider-Geschäfte, 1609: Das "kodifizierte Standesrecht [dürfte bei ihnen] eine ausreichende Sicherung gegen Ausnutzung ihnen bekannt gewordener Informationen bieten"; gl.m. ausführlich Renner, 169f; weitere Hinweise auch bei C. P. Claussen in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd.2 1. Lfg., Köln/Berlin/Bonn/München 1971, §168 N7, der aus einem Vergleich mit §93 I 2. Satz und §116 AktG zum Schluss gelangt, dass der Gesetzgeber "den Abschlussprüfer ... als Insider im Sinne der ... Insiderregelung zum Ziele der Chancengleichheit der Aktienanleger anzusehen scheint, weil er für den Prüfer das Verwertungsverbot derart hervorhebt". Vgl. dagegen den Vorschlag von Schulz, 165f.

22] Pfisterer, 120 erkannte richtig, dass "gerade bei Grossaufträgen die wesentliche Information durch den Grosskunden selbst induziert wird".

23] A.M. Renner, 113.

verschreibungen, obwohl anhand einiger Beispiele²⁵ als erstellt gelten darf, dass auch diese Werte gelegentlich Gegenstand von Insidertransaktionen sind. Allgemein noch nicht zugängliche Informationen über günstige Konversionsangebote oder vorzeitige Kündigungen einer Anleihe können bei geringem Risiko in komfortable Vermögensvorteile umgesetzt werden, wobei die Kursausschläge i.d.R. auf den Bereich weniger Punkte beschränkt bleiben. Eine Gleichstellung einfacher Obligationen mit den übrigen Effekten erscheint daher angezeigt²⁶.

Sachlicher Notwendigkeit entsprechend gelten seit der Revision der IHR auch die in den geregelten Freiverkehr²⁷ einbezogenen Werte als Insiderpapiere. Folgender Doppelaspekt dürfte hierfür ausschlaggebend gewesen sein: Zum einen erfreuen sich vorbörsliche Titel bei der Anlegerschaft zunehmender Beliebtheit, was seinerseits auf das gewachsene Vertrauen in die räumlich und funktional dem offiziellen Handel ständig ähnlicheren nichtamtlichen Effekterhandelsplätze zurückzuführen sein mag. Zum andern drohen aufgrund der Enge dieses Marktes wesentlich schärfere Kursfluktuationen, die nicht nur höhere Insidergewinne erwarten lassen, sondern durch konzertierte Insideroperationen noch zusätzlich verstärkt werden können.

Die Ergebnisse im Fall Thyssen liessen es als angezeigt erscheinen, neben den von der Signatargesellschaft bzw. einem mit ihr verbundenen Unternehmen emittierten Titeln ausdrücklich auch diejenigen zu Insiderpapieren zu qualifizieren, die von einem mit der Gesellschaft zusammenzuschliessenden bzw. mit diesem verbundenen Unternehmen ausgegeben wurden²⁸. Diese Aufzählung wirkt schon deshalb rechtsbegründend²⁹, weil ohne sie selbst bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen allein der Handel mit

24] Definitionen der Effekten finden sich etwa bei M. Boemle, Wertpapiere, 5. Aufl. Zürich 1978, 27; Hopt, Kapitalanlegerschutz, 74 Anm.48; W. Vallenthin, Rechtsgrundlagen des Bankgeschäfts, Frankfurt a.M. 1974, 188.

25] Vgl. den vorne 8 zit. Fall 6; ein weiteres Beispiel nennt etwa P. Forstmoser, Strafrechtliche Erfassung von Insidermissbräuchen?, SAG 1977, 19 Anm.41.

26] Gl.M. Horn, 381 und im Ergebnis wohl auch Schwark, Anlegerschutz, 231.

27] Vgl. die Def. bei H. Schönle, Bank- und Börsenrecht, 2. Aufl. München 1976, 454. Für eine Erweiterung der Regelung auch auf solche Papiere, die im ungeregelten Freiverkehr gehandelt werden, plädiert offenbar Mülhaupt, 34.

28] Rechtlich konnte seitens des A.T. AG-Insiderkreises gar kein Verstoß gegen die IHR vorliegen, da die Verhandlungen der beiden Unternehmen in den Phasen des R. AG-Kursanstiegs noch nicht zum Abschluss gekommen waren, m.a.W. die R. AG noch nicht als ein mit der A.T. AG verbundenes Unternehmen bezeichnet werden konnte; vgl. Ziff.2 der Entscheidungsgründe im Verfahren gegen die A.T. AG [DB 1973, 2289].

29] Bruns/Rodrian, 436, Erl.3 a.E. zu §2 IHR. A.M. offenbar Schwark, BörsG, 507 N8.

Papieren des eigenen Unternehmens, bei denen der bevorstehende Zusammenschluss kursmässig oft auch seinen Niederschlag findet, erfasst und sanktioniert werden könnte. Probleme wirft hingegen die Frage auf, in welchem Stadium des Zusammenschlusses die Papiere des Verhandlungspartners erstmals mit der Handelsbeschränkung von §1 der Richtlinien beschwert werden. Genügt bereits die ursprüngliche interne Fühlungnahme in der Unternehmensleitung oder muss der definitive Beschluss des zuständigen Gesellschaftsorgans abgewartet werden? Letzteres fällt bei streng wörtlicher Interpretation und einem Vergleich mit der Gegenauffassung³⁰ ausser Betracht. Es muss schon vor der Beschlussfassung von einem "mit der Gesellschaft ... zusammenzuschliessenden ... Unternehmen" gesprochen werden. Sinn und Zweck der Richtlinien deuten in die gleiche Richtung. Andernfalls würde das kuriose Resultat erzielt, dass der Handel mit den betreffenden Insiderpapieren erst ab jenem Zeitpunkt untersagt werden könnte, in welchem die über den Zusammenschluss regelmässig entscheidende Hauptversammlung von der Insiderinformation Kenntnis erlangt, in welchem also das Schutzinteresse der Anlegerschaft zu entfallen beginnt. Diese Ueberlegungen zielen allerdings nicht darauf ab, die zeitliche Schwelle bis ins Ungewisse, im Extremfall bis in den normalen Geschäftsgang zurückzuverlagern. Auch erste unternehmensinterne Gespräche generellen Charakters, die unter den Beteiligten nur vage Hoffnungen wecken, können nicht massgeblich sein. Mündet die Diskussion aber in konkrete Pläne hinsichtlich der Identität des Vertragspartners, der Vertragsart und der Modalitäten des Zusammenschlusses, wodurch sich der Insider zu entsprechend aussichtsreichen Dispositionen veranlasst sehen könnte, ist der Uebergang vollzogen. Die Papiere des Zusammenschlusskandidaten werden mit jenem Schritt zu Insiderpapieren.

C. Insiderinformationen

Was als Insiderinformation zu gelten hat, wird von §2 Nr.3 der Richtlinien zunächst generalklauselartig umrissen, anschliessend jedoch "im Interesse der Rechtssicherheit"³¹ positiv und präzise definiert.

Als Insiderinformationen werden im Obersatz "Kenntnisse von noch nicht bekanntgegebenen oder bekanntgewordenen Umständen" bezeichnet, "die von Einfluss auf die

30] Renner, 115. Auch er geht vom Richtlinienwortlaut aus, spricht indes wiederholt vom "zusammenzuschliessenden" [richtig: zusammenzuschliessenden] Unternehmen.

31] Anm.3 der Verbände zu §2 IHR. Nach Hopt/Will, 56 bezeugten Kenner der Verhältnisse von Anfang an, dass den Beteiligten diese Regelung "nur mit einer -abweichend von ausländischen Vorbildern- endgültigen Enumeration überschaubar und erträglich vorgekommen sei".

Bewertung der Insiderpapiere sein können"³². Im Falle der Koinzidenz von Bekanntgabe und Bekanntwerden des betreffenden Umstands stellen sich zunächst keine Auslegungsprobleme. Die Frage nach der Priorität erhebt sich jedoch dann, wenn der Zeitpunkt des Bekanntwerdens durch die Zwischenschaltung von Publizitätsmittlern³³ demjenigen der Bekanntgabe nachfolgt oder wenn eine Information allmählich nach aussen durchsickert³⁴ und bekannt wird, die offizielle Bekanntgabe indes erst später vorgenommen wird. Nach dem [zu] weit gefassten Richtlinienentwurf bleibt schlechthin undeterminierbar, welcher Zeitpunkt im konkreten Fall als für die Beurteilung massgeblich erklärt wird. Soll nach den Grundsätzen der "Entäusserungs-", der "Zugangs-" oder gar der "Vernehmungs-Theorie"³⁵ verfahren werden? Die Erläuterungen der Verbände, wonach allein entscheidend ist, ob die Information der Allgemeinheit zugänglich war, als der Insider sich ihrer bediente, deuten in Richtung der mittleren Variante. Sie erlaubt es, das breite Spektrum zwischen der blossen Bekanntgabe -z.B. an Börsenteilnehmer oder Journalisten- und der positiven Kenntnis des Anlagepublikums beidseitig zu beschneiden. Im Interesse einer sachgerechten Lösung und im Einklang mit dem Schutzzweck der Richtlinien ist demnach auf den Moment eines "dequalifizierenden Bekanntwerdens" abzustellen: Die Insiderinformation soll zur verwertbaren Normalinformation werden, sobald der [potentiellen] Anlegerschaft dieselbe Verwertungsmöglichkeit zusteht wie dem Insider³⁶.

Die unternehmensinhärenten Bewertungsfaktoren³⁷ werden im Untersatz kasuistisch und abschliessend aufgezählt. Ihrer programmatischen Erwähnung im Obersatz fehlt

32] Das Kriterium der Vertraulichkeit der Information wurde demgegenüber zu Recht gänzlich preisgegeben. Zu den IHR i.d.F. 1970 noch Rümker, 1209, und mit Blick auf die offensichtlichen Widersprüche zwischen Richtlinienwortlaut und Verbandsanmerkungen Pfisterer, 55f.

33] Dazu ausführlicher W. Minz, Mittler der Publizität, in: Frankfurter Publizitätsgespräch, Frankfurt a.M. 1962, 258ff und R. Schindler, Die Publizitätsvorschriften bei der Rechnungslegung der AG, Diss. Bern 1967, 61ff.

34] Pfister, 339f betrachtet das Problem der "Sickerinformation" generell als kaum lösbar.

35] Anschaulich Hopt/Will, 65ff. Schwierigkeiten auch bei der Kreation einer Strafnorm erwartet K. Volk, Strafrecht gegen Insider?, ZHR 1978, 5f.

36] Vgl. Wojtek, 31f, der eine generelle Transaktionssperrfrist für Insider von ein bis zwei Tagen nach "Bekanntwerden" [gemeint ist das "Datum des Erscheinens in den üblichen Medien"] für zweckmässig hält. Die amerikanische Praxis empfiehlt als Faustregel eine 24-stündige Sperrfrist; vgl. Hopt/Will, 67, insbes. Anm.58 m.w.H. Wenngleich die Nützlichkeit solcher Fristen für die Praxis ausser Frage steht, ist m.E. Vorsicht geboten: Kongruiert der Fristablauf nicht mit dem Zeitpunkt des "dequalifizierenden Bekanntwerdens", kann dies im Einzelfall sogar zu einer stossenden Privilegierung des Outsiders gegenüber dem Insider führen. Von einer ausdrücklichen Verankerung in den IHR ist daher abzusehen. Mit allgemeiner Kritik Pfister, 339, insbes. Anm.94.

37] Näheres bei Rümker, 1209, der darauf hinweist, dass unternehmensexterne Bewertungsfaktoren von den IHR gar nicht erfasst werden können.

daher die konstitutive Kraft. Dies ist nicht nur aus juristisch-ästhetischer Perspektive oder aufgrund einer generellen Skepsis gegenüber "perfektionistischen" Formulierungen zu bedauern³⁸, sondern vermag auch unter folgendem Aspekt nicht vollends zu überzeugen: Anknüpfungspunkt ist traditionalistischen Leitgedanken folgend allein die privilegierte Kenntnis von bestimmten, näher bezeichneten Umständen³⁹. Wenn- gleich praktische Fälle, in denen bewertungserhebliche Umstände nicht erfasst werden können, wenig denkbar erscheinen⁴⁰, knüpfen die Richtlinien -entgegen dem im Obersatz erweckten Eindruck- nicht an der voraussichtlichen, ex post objektivierbaren Kurswirksamkeit an. Dieses Beurteilungskriterium würde indes den "unsicheren Weg über betriebliche oder ausserbetriebliche Daten und deren Qualifizierung nach Inhalt oder Bedeutung" ersparen; allerdings wäre danach zu trachten, "unbedeutende oder ephemere Veränderungen" freizustellen⁴¹. Anlässlich einer neuerlichen Revision der Richtlinien ist deshalb in Betracht zu ziehen, den Obersatz von §2 Nr.3 in der eingeschränkten Fassung "...von erheblichem Einfluss auf die Bewertung/Kursgestaltung der Insiderpapiere..." durch gleichzeitige Oeffnung des Untersatzes zu einer rein exemplifikativen Aufzählung mit konstitutiver Rechtswirkung zu versehen.

II. Verbotsnorm

A. Grundsatz

Zeitgemässen wirtschaftsrechtlichen Gesetzgebungstechniken gleich⁴² wurde das allgemeine Handelsverbot den Richtlinien in Form einer Generalklausel vorange-

38] Aus ökonomischer Sicht Ballwieser, 238: "Die Aufstellung eines Kataloges von Nachrichtenarten, die typischerweise Änderungen von Zielrealisierungsgraden anzeigen, ist ohne [getestete] Verhaltenshypothesen über die Informationsaufnahme und -verarbeitung und, wegen der Zweckorientierung von Informationen, über die Ziele von Anteilseignern kaum möglich". Er wendet sich jedoch unter Hinweis auf mögliche Interpretationsprobleme auch gegen eine blossе Generalklausel [238/239] und befürwortet eine Kombination von Generalnorm und erläuterndem Katalog [240]. Für eine blossе Enumeration der Insiderinformation "unter Fortfall jeglicher allgemeiner, unbestimmter Formulierungen" demgegenüber Reuter, 231.

39] Immerhin ist positiv zu werten, dass der seit der Revision erweiterte Katalog seinerseits mit zahlreichen Oberbegriffen durchsetzt ist, die sich sachlich am weiterreichenden amerikanischen Grundsatz der "materiality" orientieren; für einen Ueberblick vgl. Flachmann, 651; ausführlich Hopt/Will, 57ff und Klainguti, 124ff.

40] Schwark, BörsG, 508 N10. Immerhin fehlen "sonstige Unternehmensverträge, wie Teilgewinnabführungsverträge [§292 AktGes], die ebenfalls tiefgreifende Eingriffe in die Ertragslage und die Zukunftsaussichten des Unternehmens zur Folge haben können"; ders., Anleger-schutz, 231f.

41] Hopt/Will, 62, 63 mit Hinweisen auf die amerikanische, kanadische, australische und ghanaische Entwicklung.

42] Vgl. Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 75, der sich derselben Technik bedient.

stellt [§1 Nr.1]. Im Interesse besserer Anschaulichkeit finden die hievor erörterten Definitionen der einzelnen Tatbestandsmerkmale erst in die nachfolgende Bestimmung dieses Regelwerkes Eingang⁴³. Um so mehr mag erstaunen, dass die kasuistisch gefasste Ausnahmeregelung in direktem Anschluss an die Grundnorm [§1 Nr.2] und noch vor der Klärung der eigentlichen Kernbegriffe aufgeführt wird⁴⁴.

Unter Verbot gestellt sind Geschäfte⁴⁵, die der Insider unter bestimmten Voraussetzungen zu eigenem oder Dritt Vorteil selbst abschliesst oder abschliessen lässt. Der Eigenabschluss zu persönlichem oder fremdem Vorteil rührt begriffsmässig wenig Probleme auf. Begünstigter Dritter kann jede natürliche [z.B. ein Familienmitglied] oder jede juristische Person [z.B. die eigene Gesellschaft des Insiders] sein⁴⁶. Hin- gegen bietet der Fremdabschluss zum Vorteil Dritter⁴⁷ Anlass zu folgenden Bemerkungen⁴⁸: Objektiv muss der Aussenstehende vom Insider zu seinem Verhalten "bestimmt" werden⁴⁹. In der Literatur scheint man sich -wenn auch zumeist stillschweigend- dahingehend einig zu sein, dass ein nicht näher bestimmtes Mass an Beein-

43] Bruns/Rodrian, 436, Erl.1 und 4 zu §1 IHR halten diesen Aufbau für unzweckmässig. Nach ihrer Ansicht wäre der Begriff des Insiderpapiers aus zwei Gründen an den Anfang zu stellen gewesen: Einerseits sei er als einziger ohne die anderen Begriffe bestimmbar, andererseits sei es für die primär zu schützenden Kapitalanleger viel wichtiger, zu wissen, welche Papiere Insiderpapiere sind.

44] Nach den Worten von Leckebusch, Vortrag 1977 entspricht dies der gegenwartsnahen Auffassung, dass es aus politischen Gründen vorteilhafter sei, die Ausnahmen sofort zu nennen, um missgünstige Kritik von vornherein zu paralysieren.

45] Dazu zählen auch ausserbörsliche Geschäfte [=Tertiärmarkt; J.-P. Hoby, Vom Gesellschaftsrecht zum Kapitalmarktrecht, WuR 1980, Sonderheft Unternehmensrecht, 52]; vgl. Anm.1 der Verbände zu §1 IHR. In ihrem weiteren Sinne umfassen sie vor-, nach- und ausserbörsliche [i.e.S.] sowie die sog. face-to-face-Geschäfte, wobei letzternfalls i.a. die konventionellen -vor allem privatrechtlichen- Schutznormen Priorität geniessen dürften.

46] Anm.1 der Verbände zu §1 IHR. Nach der Entscheidung der Prüfungskommission im Verfahren gegen die A.T. AG vom 10.9.73, Ziff.2 a.E. [DB 1973, 2289f] könnten die Geschäfte der Unternehmen selbst von den Richtlinien nicht erfasst werden, da der positiv abgesteckte Insiderkreis, gegen den sich das Handelsverbot richte, ausschliesslich aus natürlichen Personen bestehe. Diese Argumentation wurde von Schwark, BörsG, 501 N4 zu Recht als missverständlich bezeichnet. Schliesslich sei der Vorstand, der als gesetzlicher Vertreter der Gesellschaft in ihrem Interesse handle, Insider i.S. der Richtlinien, da die Gesellschaft selbst keine Insiderinformationen besitzen könne. Strittig sei allein, ob er als Organ zu [gesellschafts-]eigenem oder zum Vorteil Dritter tätig werde.

47] Verhältnismässig einfach gelagert ist der Fall des Fremdabschlusses zum eigenen Vorteil. Dazu konzis Schwark, BörsG, 500 N2 a.A.: "Sicherlich gehören dazu Fälle, in denen der Insider den anderen als Strohmann einsetzt und wie ein mittelbarer Täter die Tatherrschaft besitzt. Ob dies der Fall ist, ergibt sich aus Motiv und Zweckrichtung des Insiders...".

48] Ausführlich Rümker, 1209f.

49] Anm.1 der Verbände zu §1 IHR. Zumindest die schuldrechtliche Seite der Transaktion muss abgeschlossen werden.

flussungsintensität vorliegen müsse. Jedenfalls wird die klassische Tip-Weitergabe fast einmütig als unzureichend taxiert⁵⁰. Dem ist in dieser allgemeinen Form nicht beizupflichten, wenngleich zugestanden werden muss, dass der Gewinnabführungsmechanismus in den Fällen des Tipping ohnehin nicht wirkungsvoll eingeschaltet werden kann⁵¹. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die Aktivität des Insiders für den Geschäftsabschluss des Dritten "ursächlich oder zumindest mitursächlich"⁵² und adäquat sein muss. Welche Mittel dabei eingesetzt werden, ist bei vorausgesetzter Tauglichkeit grundsätzlich irrelevant. Das Spektrum reicht von der Empfehlung bis zur Repressalie⁵³. Für das Verhalten des Tip-Gebers werden sich zwar keine allgemeingültigen Kriterien aufstellen lassen. Deshalb muss eine Reihe objektivierbarer, zueinander teilweise umgekehrt proportionaler Hilfskomponenten zur Beurteilung beigezogen werden: Die unternehmensinterne Funktionsstufe des Informanten, die Informationsquantität bzw. -qualität, die Nähe der Beziehung zum Dritten, die konkreten materiellen [seltener immateriellen] Vorteilsaussichten etc. So kann im Einzelfall eine gezielte, aber nicht näher spezifizierte Empfehlung eines Vorstandsvorsitzenden durchaus als verbotene Geschäftsveranlassung im Sinne von §1 der Richtlinien beurteilt werden⁵⁴. Dasselbe dürfte unter bestimmten Rahmenbedingungen auch auf die einfache Informationsweitergabe zutreffen⁵⁵. Subjektiv ist indessen allemal Voraussetzung, dass der Insider mit Bezug auf den Fremdabschluss in den Formen des direkten oder eventuellen Vorsatzes handelt⁵⁶.

Anlass zu Auseinandersetzungen bietet auch die Frage, ob der Abschluss eines Optionshandelsgeschäfts, bei welchem gegen Zahlung des Optionspreises das Recht

50] Einige Autoren beschränken sich allerdings darauf, den Kreis der Insider [§2 Nr.1 IHR] nach Tippees zu durchforsten, um alsbald feststellen zu müssen, dass diese aufgrund der gesellschafts- bzw. unternehmensbezogenen Insiderqualität gar nicht erfasst werden können; vgl. etwa Leistner, Insiderrecht, 204; Hölzler/Hoffmann, 310. Zu einem differenzierteren Bild gelangt Schwark, BörsG, 500 N2; andeutungsweise auch Horn, 382.

51] Eine bedeutsame Ausnahme ergibt sich für den Fall, dass sich der Tip-Geber für seinen Hinweis eine Belohnung ausbedingt. Diesfalls kann die Gewinnabführungspflicht von §4 IHR eingreifen.

52] Rümker, 1209.

53] Vgl. Pfisterer, 77.

54] Gl.M. Bruns, Wertpapierhandel, 161. Differenziert Bruns/Rodrian, 436, Erl.32f zu §1 IHR. A.M. Schwark, BörsG, 500 N2.

55] A.M. Renner, 120 und C.-T. Samm, Börsenrecht - Grundzüge, Insider-Problematik, Optionshandel, Stuttgart/Wiesbaden 1978, 152.

56] Rümker, 1209f klammert [auch aus Gründen der Praktikabilität] die fahrlässige Verhaltensweise des Insiders aus. Dem ist zuzustimmen.

erworben wird, innerhalb der Optionsfrist die Lieferung bzw. Abnahme bestimmter Aktien zum vereinbarten Basispreis zu fordern, unter das Transaktionsverbot subsumiert werden kann. Nach dem Sinn und Zweck der Richtlinien wäre dies zu bejahen⁵⁷. Die Erläuterungen der Verbände weisen in die gleiche Richtung⁵⁸. Nach der gegenteiligen und engeren Auffassung, die sich strikt an den Verteilungsgrundsätzen für die Börsenumsatzsteuer orientiert, könnte bloss die dem eigentlichen Optionshandelsgeschäft nachfolgende Handlung, das Ausführungsgeschäft, erfasst werden⁵⁹. Dies führte indes zu vergleichsweise grösseren Regelungslücken, die den ohnehin engen und spekulativen Optionenmarkt in einen echten Insider-Ausweichhandelsplatz dysfunktionieren könnten. Eine ausdrückliche Klärung im Sinne der erstgenannten Auffassung erscheint daher geboten.

B. Ausnahmen

Nach §1 Nr.2 der Richtlinien gestaltet sich die weitgehend deklaratorisch wirkende⁶⁰ Ausnahmeregelung wie folgt:

1. Handelt ein Insider auf Weisung eines anderen [Insiders]⁶¹, kann er nach lit.a nicht zur Verantwortung gezogen werden. Er spielt diesfalls lediglich eine wirtschaftliche Mittlerrolle. Immerhin wird man an das der Weisung zugrundeliegende faktische oder rechtliche Abhängigkeitsverhältnis hinsichtlich der Intensität jene Mindestmassstäbe anlegen müssen, die eine Entlastung des Weisungsempfängers im konkreten Fall objektiv und subjektiv als gerechtfertigt erscheinen lassen.

2. Ziel der Richtlinien kann [und will] es nicht sein, die längerfristige unternehmenspolitische Konzeption zu lähmen. Die Verwirklichung wirtschaftlich sinnvoller unter-

57] Schwark, BörsG, 508 N9 mit der Begründung, Insidern werde "wegen des geringen Risikos und der Möglichkeit, die Kursreaktion abzuwarten, gerade die Form des Optionsgeschäfts entgegenkommen".

58] Anm.1 a.E. zu §1 IHR: "Der Erwerb dieser Rechte kann hingegen [im Gegensatz zum Bezug der Beteiligungspapiere; Anm. d. Verf.] ein verbotenes Insidergeschäft sein".

59] Bruns/Rodrian, 436, Erl.10f und 15 zu §1 IHR. Dessen ungeachtet geben sie in Erl.6 zu bedenken, der Kreis der verbotenen Geschäfte sei "..., entsprechend dem durch die Insiderhandels-Richtlinien beabsichtigten Erfolg, weit zu ziehen".

60] Vgl. Bruns/Rodrian, 436, Erl.34ff zu §1 IHR. Sie weisen zu Recht darauf hin, dass der Entschluss zum Geschäftsabschluss nicht durch eine Insiderinformation veranlasst wird.

61] Handelt es sich in der Person des Weisungsgebers um einen Insider, ist das Geschäft nach §1 Ziff.1 IHR zu beurteilen. Dies dürfte der Regelfall sein.

nehmerischer Planungen⁶² wird deshalb in lit.b vom kurzfristigen Spekulationsgeschäft abgegrenzt und von der Verbotsnorm ausdrücklich freigestellt. Auf einer falschen Prämisse beruht jedoch die Auffassung, einzig die Transaktion zum persönlichen Vorteil jener natürlichen Person, die durch ihre Mitwirkung an der Realisierung der Unternehmenspläne einen Informationsvorsprung erlangt hat, sei untersagt, selbst wenn dies für die Entscheidung im Fall Triton-Belco noch ausschlaggebend gewesen sein mag⁶³. Entscheidend ist hier allein das Handlungsmotiv und nicht die Person des Handelnden.

Wo im Einzelfall die zeitliche Trennlinie zwischen dem Geschäft aufgrund unternehmerischer Planung und dem Insidergeschäft verläuft, kann nicht nach allgemeinverbindlichen Kriterien bestimmt werden. Als Anhaltspunkt für den Uebergang dient etwa die Ermittlung, ob sich das unternehmenspolitisch wichtige Ereignis "nach aussen hin" konkretisiert hat und in absehbarer Zeit zu erwarten ist⁶⁴. Im vielzitierten Fall Volkswagenwerk AG - Audi/NSU Auto Union Aktiengesellschaft⁶⁵, der hauptsächlich in die Problematik wenig ausgebildeter Treuepflichten der Grossaktionäre eingereicht wurde⁶⁶, fortan indessen auch nach der novellierten Fassung der Insider-

62] Gem. Bremer, Neufassung, 12 Anm.16 gilt das Handelsverbot somit auch für jene Geschäfte, die aufgrund einer auf Insiderinformationen beruhenden Planung getätigt werden.

63] Leckebusch, Vortrag 1980, wonach folgender Sachverhalt ausgewiesen wurde: Die AG für Industrie und Verkehr [nachfolgend AGIV] war bereits seit vielen Jahren mit zunächst gut 25% an Triton-Belco [nachfolgend T.-B.] beteiligt. Einem langjährig zurückliegenden Beschluss des Aufsichtsrates folgend, diese Beteiligung sukzessive zu vergrössern, kaufte der Vorstand der AGIV kontinuierlich Aktien der T.-B. auf. Dieser Erwerb erfolgte unabhängig davon, ob bei der Gesellschaft zwischenzeitlich kursrelevante, der Öffentlichkeit noch nicht dargelegte Massnahmen beschlossen wurden. [Gem. Die Zeit Nr.3 vom 11.1.74, 24 lautete der Vorwurf gegen die AGIV insbesondere dahin, sie habe ihre Beteiligung in Kenntnis eines von ihr aus anderen Gründen eingeholten Gutachtens über den Wert der T.-B. aufgestockt.] Gegen den Vorstandsvorsitzenden der AGIV wurde Anzeige erstattet. Im anschliessenden, durch die Insider-Prüfungscommission in Hamburg durchgeführten Verfahren wurde festgestellt, ein Verstoß gegen die IHR liege aus dem erwähnten Grund nicht vor.

64] Schwark, BörsG, 502 N6 a.E.; ders., Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, ZGR 1976, 302.

65] Hinsichtlich des Sachverhaltes kann auf die detaillierten, von zahlreichen Pressefundstellen begleiteten Ausführungen von Hopt/Will, 26ff verwiesen werden. Für zusätzliche Angaben vgl. M. Lutter, Zur Treuepflicht des Grossaktionärs, JZ 1976, 225f. Als nette historische Marginalie ist noch beizufügen, dass die Verhandlungen über den am 23.4.71 zwischen VW und Audi/NSU abgeschlossenen und in der Audi/NSU-Hauptversammlung am 22.6.71 genehmigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag offenbar keinen Anlass zu Insidermanipulationen boten, obwohl den Audi/NSU-Aktien bei unangefochtener Umtauschoperation erkennbarermassen ein Wertzerfall von ca. 60%[] gedroht hätte.

66] Diskussionsbasis bildeten die Urteile des OLG Celle vom 30.1.74 - 9 U 73/73 = DB 1974, 525f, sowie des BGH vom 16.2.76 - II ZR 61/74 = BB 1976, 721f. Dazu Lutter, Treuepflicht, und H. P. Westermann, Zum Verhalten des Grossaktionärs bei Umtauschgeboten gemäss §305 AktG, AG 1976, 309ff, beide m.w.H. - Zur Treuhänderstellung des beherrschenden Aktionärs genereller H. Wiedemann, Minderheitenschutz und Aktienhandel, Stuttgart 1968, 4ff.

handels-Richtlinien untersucht und beurteilt werden müsste⁶⁷, wäre demnach auf den Beginn der Vergleichsverhandlungen zwischen VW und den Vertretern der oppositionellen Audi/NSU-Aktionärsminorität abzustellen.

3. Der erste Ausnahmetatbestand von lit.c betrifft einzig jenen Spezialkonflikt, der den Kreditinstituten als den Insidern gleichgestellten Dritten zwischen der Einhaltung der allgemeinen Verbotsnorm und der Pflicht zur Interessenwahrung gegenüber ihren Kunden erwachsen kann. Es wird ihnen im Rahmen weiter greifender, hier nicht näher zu erörternder Schranken⁶⁸ implizite freigestellt, ihre Effektenkundschaft vorrangig und sachkundig zu beraten, sie also unter Inkaufnahme eines zusätzlichen Informationsgefälles erforderlichenfalls auch mit detaillierten Insiderinformationen zu versorgen⁶⁹. Anhand dieser Freistellung lässt sich erkennen, dass die Herstellung einer allgemeinen Chancengleichheit der Anlegerschaft auf dem Wertpapiermarkt nicht Ziel der BSK gewesen sein konnte. Eine stringente, die absolute Gleichheit der Marktchancen verfolgende Lösung wäre indes kaum auf ausserstrafrechtlichem Wege zu erreichen. Ob damit nicht ein Punkt erreicht würde, an dem das Insiderrecht mit den Grundlagen des freien Wertpapiermarktes kollidieren könnte⁷⁰, mag zunächst dahingestellt bleiben.

Nach dem zweiten Ausnahmetatbestand von lit.c werden expressis verbis auch solche Geschäfte vom Verbot ausgeklammert, die im Rahmen des sonstigen "üblichen" Wertpapierhandels des Kreditinstituts getätigt werden. Im einzelnen dürfte nur mit Mühe festzustellen sein, wann das übliche Mass überschritten, m.a.W. der nach Art, Umfang und Zeit gewöhnliche Handel in Insiderwerten zum aussergewöhnlichen und damit verbotenen wird⁷¹. Immerhin können zunächst die Marktbeobachtungen der Börsengremien sowie der Ringteilnehmerschaft im Sinne eines faktischen "stock watch

67] Gl.M. J. Bess, Eine europäische Regelung für Uebernahmeangebote, AG 1976, 170 Anm.10; Schwark [vorne Anm.64]. Zweifelnd Westermann, 312 Anm.26 a.E.

68] Ausführlich zur Aufschlüsselung der Basiskonflikte zwischen den individuellen Publizitätsansprüchen der Effektenkunden einerseits und dem gemeinschaftlichen Schutzbedürfnis des Anlagepublikums bzw. den Geheimhaltungsinteressen der Kreditinstitute andererseits Hopt, Kapitalanlegerschutz, 448ff. Näheres zur Geheimhaltungspflicht des §404 AktG bei personeller Verflechtung von Bankenvertretern mit Aufsichtsräten von Drittunternehmen auch bei Schwark, Insider-Geschäfte, 1609; ders., BörsG, 503 N7; von Stebut, 613ff; Ulsenheimer, 2000f.

69] Vgl. demgegenüber den Vorschlag des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht, §16 [Aufklärungs- bzw. Empfehlungsverbot], 37f und 97f.

70] So die berechtigten Befürchtungen von L. Loss und M. H. Cohen anlässlich der Londoner Tagung vom 3./4.75; H. Coing, Company Insiders and the Public, AG 1975, 121.

71] Nach Bremer, Neufassung, 12 Anm.17 ist der "Aufbau eines Pakets von Industrieaktien" unzulässig. Sollten sich die Effektdispositionen jedoch als Folge langfristiger Uebernahmepläne etc. erweisen, wäre hiegegen wohl kaum etwas einzuwenden.

program" zur Ermittlung beitragen. Dies setzt in negativer Hinsicht kumulativ voraus, dass die verbotenen Abschlüsse nicht Insiderpapiere zum Gegenstand haben, die sich durch eine extreme Marktbreite mit der Folge träger und geringer Kursfluktuationen auszeichnen, sowie dass der Insider nicht taktisch "richtig" operiert, indem er bloss mit etappenweisen Realisationen⁷² an den Markt gelangt. Dabei handelt es sich freilich um ein Ermittlungsproblem, das jeder Insiderregelung beschieden sein wird. Sodann kann die Prüfungskommission die Einhaltung der Vorschrift aus einem zeitlichen Vergleich der Eigenumsätze der Bank überprüfen⁷³. Schliesslich wäre abzuklären, ob die Initiative und der Entschluss zum betreffenden Geschäftsabschluss nicht von den üblichen Entscheidungsgremien, sondern von anderen Personen mit Insiderinformationen ausgegangen war⁷⁴.

III. Sanktion

Die einzige materielle Sanktion der Richtlinien besteht nach §4 darin, die aus einem Insidergeschäft erzielten Vermögensvorteile⁷⁵ an die Gesellschaft abzuführen. Aufgrund ausdrücklicher Verweisung unterliegt der notfalls gerichtlich geltend zu machende Abführungsanspruch der doppelten, durch die Einleitung eines Prüfungsverfahrens weder unterbrechbaren⁷⁶ noch hemmbaren Verjährung von §88 Abs.3 AktG⁷⁷.

Verständlicherweise erntete diese Regelung in mancherlei Hinsicht Kritik:

A. Hauptsächlich wurde gerügt, dass die erzielten Vermögenswerte an die Gesellschaft und nicht an die benachteiligten [ehemaligen] Effektenbesitzer fliessen⁷⁸.

72] Ansätze, eine solche Vorgehensweise moralisch zu rechtfertigen, fehl[t]en nicht; vgl. etwa "Insider-Moral", ZfK 1969, 1064.

73] Schwark, BörsG, 503 N7 a.E.

74] Bruns/Rodrian, 436, Erl.47 zu §1 IHR.

75] Nach den IHR i.d.F. 1975 werden nunmehr nicht nur die Gewinne i.e.S., sondern sämtliche Formen von Vermögensvorteilen, d.h. auch diejenigen in Gestalt vermiedener Verluste, erfasst; vgl. Anm.2 der Verbände zu §4 IHR.

76] Renner, 135.

77] §88 III AktG: "Die Ansprüche der Gesellschaft verjähren in drei Monaten seit dem Zeitpunkt, in dem die übrigen Vorstandsmitglieder und die Aufsichtsratsmitglieder von der zum Schadenersatz verpflichtenden Handlung Kenntnis erlangen. Sie verjähren ohne Rücksicht auf diese Kenntnis in fünf Jahren seit ihrer Entstehung". Im ersten Falle müssen sämtliche Mitglieder der Verwaltung auf irgendeine Weise Kenntnis erlangt haben; vgl. ausführlich J. Meyer-Landrut, in Grosskommentar Aktiengesetz, 3. Aufl. Berlin/New York 1973, Anm.9 zu §88 AktG; E. Gessler/W. Hefermehl/U. Eckhardt/B. Kropff, Aktiengesetz, Kommentar, München 1974, N30ff zu §88 AktG.

Soweit diese Beanstandungen letztlich "bloss" die Geltungs- und Verwirklichungsmechanismen der Richtlinien betreffen, ohne über die Abführungsregel hinaus eigentliche Schadenersatzpflichten anzuvisieren, ist ihnen zu folgen⁷⁹.

Eine konstruktive Lösung lässt sich indessen nur schwerlich finden, stösst sie doch allseits an die kaum überwindbaren Wirkungsgrenzen der Rechtsverhältnisse zwischen Insider und Unternehmen. Versuche, den geschädigten Anleger unter den Gesichtspunkten der Drittschadensliquidation oder des Vertrages mit Schutzwirkung für Dritte auf dem Interpretationsweg in die bestehende Vertragskonstruktion miteinzubeziehen⁸⁰, wurden als dogmatisch unhaltbar zurückgewiesen⁸¹. Auf dem Revisionsweg dürfte sich hingegen die Errichtung eines echten Vertrages zugunsten Dritter⁸² als taugliches und mit dem Persönlichkeitsrecht des von einer Prüfung Betroffenen zu vereinbarende Instrument erweisen. Voraussetzung für eine wirkungsvolle Durchsetzung wäre zunächst, den Grundsätzen des Akkreszenzprinzips in dem Umfange Nachdruck zu verleihen, dass der Dritte ein unabänderbares und unwiderrufliches bzw. unaufhebbares Forderungsrecht erwirbt. Dies könnte durch einen Verzicht auf vertragliche Vereinbarungen oder Aenderungsvorbehalte⁸³ zwischen Promittent und Promissar erreicht

78] Stellvertretend für viele Schwarz, BörsG, 512 N2 m. Beispielen. Ders., Anlegerschutz, 220 weist darauf hin, dass die Individualschutzkomponente neben den "wettbewerblichen, kapitalmarkt- und vermögenspolitischen Zielen der Insider-Regeln ... deutlich in den Hintergrund [tritt]".

79] Auch Roth, Schadenersatzpflicht, 737 empfiehlt, von der Konstruktion einer weitgehenden Schadenersatzpflicht de lege lata et ferenda abzusehen; a.M. Ulmer, Rechtspolitische Probleme, 628 Anm.8; kritisch auch Volk, 17 Anm.61. Einen durchaus gangbaren Mittelweg zwischen der blossen Abführung des erzielten Vermögensvorteils und vollem Schadenersatz beschreibt der Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, wonach in §25 eine Gewinnhaftung unternehmensnaher Personen gegenüber der benachteiligten Marktgegenseite im Rahmen des Doppelten des erlangten Vorteils verankert ist. Dazu Roth, Verbot, 116.

80] Will, Anlegerschutz, 646ff. Allgemein zu diesen Instituten statt vieler J. Esser/E. Schmidt, Schuldrecht, 5. Aufl. Heidelberg/Karlsruhe 1975/76, Bd.2, 211ff.

81] Holschbach, 2007. Hopt, Kapitalanlegerschutz, 457 Anm.152. Kritisch auch Renner, 124ff.

82] §328 BGB : "Durch Vertrag kann eine Leistung an einen Dritten mit der Wirkung bedungen werden, dass der Dritte unmittelbar das Recht erwirbt, die Leistung zu fordern" [Abs.1]. "In Ermangelung einer besonderen Bestimmung ist aus den Umständen, insbesondere aus dem Zwecke des Vertrags, zu entnehmen, ob der Dritte das Recht erwerben, ob das Recht des Dritten sofort oder nur unter gewissen Voraussetzungen entstehen und ob den Vertragschliessenden die Befugnis vorbehalten sein soll, das Recht des Dritten ohne dessen Zustimmung aufzuheben oder zu ändern" [Abs.2]. Dieses Instrument findet ausdrücklich Anwendung im Verhältnis der Insider den gleichgestellten Dritten [Promittenten] zur Gesellschaft, deren Insiderpapiere Gegenstand verbotener Geschäfte waren [Dritte]; §4 Nr.1 a.E. IHR.

83] Mit Hinweisen auf die Rspr. K. Rebmann/F.-J. Säcker, N28, insbes. Anm.85 und 86, zu §328 BGE [Bearb. P. Gottwald].

werden. Mangels einer ausdrücklichen Bestimmung dürfte sich jener Verzicht aber auch aus dem Vertragszweck ergeben. Sodann müsste von der bisher praktizierten Verfahrensesotherik mit dem Ziel besserer Unterrichtung des anspruchsberechtigten Dritten teilweise Abstand genommen werden⁸⁴.

Wer im Rahmen des Vertrages die Position des Dritten einnehmen soll, braucht vorliegendenfalls nicht bis ins Detail abgeklärt zu werden. Billigkeitserwägungen sprechen vorzugsweise für eine entschädigungsähnliche Zuwendung an die benachteiligte Anlegerschaft, Praktikabilitätserwägungen demgegenüber für eine Begünstigung gänzlich unbeteiligter Kreise, z.B. gemeinnütziger Organisationen. In beiden Fällen, die zueinander auch im Verhältnis der Subsidiarität stehen könnten, würde die Abführungspflicht des Insiders den Charakter einer Art von "Privatstrafe"⁸⁵ annehmen. Jedenfalls dürfte der Einwand nicht standhalten, mangels Bestimmtheit dieser Personen[gruppen] scheide eine derartige Vertragskonstruktion zum vornherein aus⁸⁶.

Des weiteren kann offen bleiben, in welchem Mass der Betreffende Insider finanziell belastet werden soll. Denkbar und empfehlenswert wäre eine die einfache Bereicherung überschreitende Abführungspflicht, wodurch künftig auch auf die Vermögenssubstanz des Insiders zurückgegriffen werden könnte.

B. Anlass zur Beanstandung muss nach geltender Regelung auch sein, dass die anspruchsberechtigte Gesellschaft zum Beschreiten des Gerichtsweges erforderlichenfalls zwar verpflichtet ist, diese Pflicht jedoch rechtlich nicht durchsetzbar ist⁸⁷. Die Klageerhebung bleibt letztlich Ermessenssache. Daran vermag selbst die Tatsache nichts zu ändern, dass die Gesellschaft mit einem Verzicht auf die gerichtliche Geltendmachung, zu dem sie bei schlechten Vermögensverhältnissen des Verpflichteten

84] Vor Problemen warnt insbes. Will, Anlegerschutz, 646.

85] Ausdruck von Roth, Verbot, 116 [geprägt nach dem amerikanischen Vorbild der sog. "punitive damages"]. Ebenda: "Dabei dämpft freilich die Erwartung einer nur geringen Verteilungsquote die Effektivität dieses Anreizes, während umgekehrt mit höherer Verteilungsquote die grundsätzlichen Bedenken gegen die [etwas willkürliche] Begünstigung der betreffenden Anleger und die Probleme der Eingrenzung des Kreises der Begünstigten [...] stärker ins Gewicht fallen". Mit Vorbehalten, im Ergebnis aber zustimmend Jenckel, 115ff.

86] So Horn, 385. Demgegenüber deutlich R. Alff/W Ballhaus/R. Weber, Das Bürgerliche Gesetzbuch, 12. Aufl. Berlin/New York 1976, N23 zu §328 BGB, wonach es genügt, wenn der Dritte "etwa durch den Eintritt eines Ereignisses" bestimmbar ist; ebenso Rebmann/Säcker, N18 zu §328 BGB.

87] Detaillierter Schwark, BörsG, 513f N6. Koch, 43 hält die Gewinnabführungssanktion unter diesem Aspekt für eher wirkungslos.

oder aus einem anderen wichtigen Grund sogar ausdrücklich ermächtigt ist⁸⁸, den Pflichten zuwiderläuft, die sie mit der Anerkennung der Richtlinien gegenüber ihrem Wirtschaftsverband stillschweigend übernommen hat⁸⁹. Verzichtete man auch weiterhin auf den vorerwähnten Vertrag zugunsten Dritter, liesse sich diese Situation mit bescheidenerer immaterieller Aussenwirkung auf der nächsthöheren Vertragsstufe, derjenigen zwischen Signatargesellschaft und Verband, klären. Expressis verbis als Verstoss gegen die aus dem Akzept fliessenden Verhaltenspflichten qualifiziert, könnte die Zurückhaltung der Gesellschaft mit einer Streichung des Insidersymbolen in den Kursblättern und entsprechenden Publizitätsmassnahmen sanktioniert werden.

C. Als stossend ist sodann zu werten, dass die eigene Gesellschaft des Insiders, der im Einzelfall Vermögenswerte aus einem Insidergeschäft zugefallen sind, von §4 der Richtlinien nicht erfasst werden kann⁹⁰. Anknüpfungspunkt für eine Lösung wäre auch hier die Anerkennungserklärung. Sie würde eine Basis für die sinngemässe, alternative Uebernahme der vorstehend umschriebenen Sanktionsinstrumente darstellen. Dass dabei die Gewinnabführungspflicht zugunsten Aussenstehender als konkreter materieller Massnahme einer primär immateriell wirkenden Publizität vorzuziehen wäre, liegt auf der Hand.

D. Schliesslich ist zu bedauern, dass die durch ein Insidergeschäft erzielten Vermögenswerte Dritter mittels des Sanktionsmechanismus' der Richtlinien nicht abgeschöpft werden können, obwohl der Fremdabschluss zu fremdem Vorteil im Einzelfall, der Eigenabschluss des Insiders zu fremdem Vorteil hingegen regelmässig unter das Handelsverbot von §1 IHR zu subsumieren ist⁹¹. Eine Beseitigung dieser für die Richtlinien kennzeichnenden Schwachstelle begegnet freilich kaum überwindbaren Schwierigkeiten⁹². Für eine grossflächige Lösung müsste angesichts des personell beschränkten Geltungsbereichs wiederum der Insider in Pflicht genommen werden.

88] §4 Nr.2 IHR. Zu Recht kritisch Bruns/Rodrian, 436, Erl.17 zu §4 IHR.

89] Renner, 123 und 107. Vgl. hinten 67.

90] Kritisch auch Bruns/Rodrian, 436, Erl.12 zu §4 IHR.

91] Vgl. vorne 55f.

92] Vgl. immerhin die Teillösung von Bruns/Rodrian, 436, Erl.16 zu §4 IHR: "Unseres Erachtens wäre es ... angebracht, dass alle diejenigen Dritten, die in irgendeiner Weise die Insiderhandels-Richtlinien anerkannt haben, auch wenn sie in bezug auf den bestimmten Geschäftsvorfall keine Insider sind, durch die Insiderhandels-Richtlinien zur Herausgabe von Vermögensvorteilen veranlasst werden, die ihnen durch eine Person, die im Hinblick auf das betreffende Geschäft als Insider gegen die Insiderhandels-Richtlinien verstossen hat, zugeschanzt wurden".

Zunächst erscheint erfolgversprechend, auf die anderweitigen zivilrechtlichen Sanktionen zu vertrauen, die von den Richtlinien ausdrücklich unberührt bleiben⁹³. Zahlreiche Untersuchungen haben jedoch ergeben, dass diese Rechtsbehelfe auch auf die vorliegende Situation nicht wirkungsvoll Anwendung finden können⁹⁴. Gesamthaft gesehen scheitern sie im wesentlichen an der "Schutzrichtung des deutschen Aktienrechts, das den Unternehmensverwaltungen und Grossaktionären⁹⁵ rechtlich keine Treuhänderstellung hinsichtlich der Minderheitsaktionäre zuschreibt", sowie an der "vom Normalfall abweichenden Schadensproblematik bei Börsengeschäften"⁹⁶.

Sodann könnte im Rahmen der Richtlinien auf das Instrument der Konventionalstrafe⁹⁷ zurückgegriffen werden. Grundvoraussetzung wäre allemal, dass sich der Insider nicht einseitig durch Erfüllung der akzessorischen Nebenleistung befreien kann. Selbst wenn auch hier vereinbart würde, dass die Entscheidung über die Beibehaltung der verfallenen Strafe den durch die Insidermanipulation benachteiligten Dritten resp. einem gänzlich unbeteiligten Rechtssubjekt vorbehalten bleibt, wäre dieser Lösungsweg mit einem gravierenden Hindernis behaftet: Die geschuldete Geldsumme könnte zwar zum vornherein und definitiv fixiert werden. Wäre der Betrag zu niedrig, fehlte drittseits wohl der allgemeine Anreiz zur Geltendmachung; würde der Betrag auf zu hohem Niveau angesetzt, stünde er in Disharmonie zum Unrechtsgehalt des Insiderverhaltens, insbesondere zur Tatsache, dass der Insider seinerseits keinen Vermögensvorteil erzielt hat. Andererseits könnte sich die Geldsumme theoretisch auch nach ex post bestimmbar, variablen Kriterien bemessen. Der Preis der Flexibilität müsste dann über den Nachteil erheblicher Rechtsunsicherheit erkaufte werden, was ebenfalls nicht erstrebenswert erscheint.

Damit verbleibt die Kluft zwischen Verbotenem und materiell Sanktionierbarem, es sei denn, der Insider habe durch den von ihm veranlassten Fremdausschluss zu fremdem Vorteil eine Belohnung empfangen oder der für fremde Rechnung erzielte

93] §4 Nr.1 a.A. IHR.

94] Vgl. die Hinweise vorne §4 Anm.3. Auch die von Pfisterer, 94ff und Rümker, 1210f aufgezählten Möglichkeiten zum Widerruf der Bestellung, zur Abberufung und zur Kündigung "aus wichtigem Grund" (§§84 III, 103 III AktG, §626 BGB) dürften sich aus mittlerweile bekannten Erwägungen [z.B. inter partes-Wirkung der betr. Verträge] kaum als taugliche Sanktionen erweisen.

95] Vgl. insbes. die Angaben vorne Anm.66.

96] Schwark, BörsG, 516 N10.

97] §339 BGB.

Vermögensvorteil sei noch nicht an den Dritten ausgekehrt worden⁹⁸. In den übrigen Fällen wird man sich mit der positiven Feststellung eines Verstosses, möglichen Publizitätsmassnahmen und dem Ersatz der Verfahrenskosten begnügen müssen⁹⁹.

IV. Unterwerfung und Anerkennung

In den Richtlinien wird nicht deutlich differenziert zwischen "interner" Unterwerfung und "externer" Anerkennung¹⁰⁰, obwohl es sich sachlich und zeitlich um getrennte Rechtsakte mit unterschiedlichen Ansatzmöglichkeiten handelt. Dies soll mit der folgenden Unterteilung nachgeholt werden.

A. Unterwerfung

Die Insiderhandels-Richtlinien und aufgrund ausdrücklichen Verweises auch die Verfahrensordnung¹⁰¹ erlangen für die einzelnen Insider und die ihnen gleichgestellten Angehörigen von Kreditinstituten erst durch ausdrückliche vertragliche Unterwerfung¹⁰² gegenüber der betreffenden Signatargesellschaft materielle Rechtsverbindlichkeit. Die Verpflichtungserklärung kann allerdings nicht erzwungen werden. Ob ihre Verweigerung einen wichtigen Grund zum Widerruf der Bestellung eines Vorstandsmitglieds bzw. zur Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds oder Kündigung von Anstellungsverträgen darstellt, wird i.d.R. ebenfalls zu verneinen sein¹⁰³. Dem aussenstehenden Investor ist es jedoch verwehrt, festzustellen, ob und in welchem Umfang die Richtlinien durch das

98] Zu letzterem ausführlicher Schwark, BörsG, 511f Nl. Gl.M., allerdings noch mit Bezug auf die IHR i.d.F. 1970, Rümker, 1210.

99] Vgl. hinten 84ff.

100] Zu den praktischen Folgen vgl. z B. hinten Anm.104.

101] §3 1.Satz i.V.m. §5 IHR

102] Dazu detaillierter Bruns/Rodrian, 436, Erl.4ff zu §5 IHR. Eigene Nachforschungen haben im wesentlichen zweierlei ergeben: 1. Die Unterwerfungserklärungen sind nur vereinzelt in die Anstellungsverträge inkorporiert worden. In der Mehrzahl der Fälle erfolgt die Unterwerfung mittels eines separaten, unabhängigen Schreibens. 2. Der Wortlaut der Erklärung ist vorbehaltlich weniger Modifikationen stark standardisiert und beinhaltet durchwegs die bereits erwähnte Fortgeltungsklausel [vgl. vorne §4 Anm.63]: "Ich habe die Insiderhandels-Richtlinien sowie die Verfahrensordnung und die jeweils dazugehörigen Erläuterungen vom 1. Juli 1976 erhalten. In meiner Eigenschaft als ... erkenne ich sie als für mich verbindlich an. [Fortgeltungsklausel]."

103] Rümker, 1210. Es ist seiner Ansicht [ibid. Anm.7] zu folgen, wonach es zulässig erscheint, Neueinstellungen des leitenden, m.E. aber auch des übrigen Personals von der Unterwerfung abhängig zu machen. Auch Beraterverträgen u.dgl.m. könnten wohl entsprechende Klauseln beigelegt werden.

"gütesiegel"bewehrte Unternehmen tatsächlich transponiert worden sind. Dass mit-
hin Unterwerfungslücken bestehen, die vornehmlich durch die von der Arbeitnehmer-
seite gewählten Organmitglieder zu vertreten sind, haben eigene Ermittlungen be-
stätigt. Hier könnte durch bessere Transparenz in den Kursblättern Klarheit geschafft
werden¹⁰⁴.

Bestanden hinsichtlich der simultanen Unterwerfung unter die Verfahrensordnung
ursprüngliche Kontroversen über die Vertragskonstellation zwischen den beteiligten
Kreisen, da man sich über den rechtsinstitutionellen Charakter der Prüfungskommis-
sion im Unklaren befand¹⁰⁵, herrscht heute eine weitgehend einmütige Haltung: Im
Verhältnis des Insiders zur Gesellschaft besteht eine Schiedsgutachterabrede, derzu-
folge die Ermittlung und förmliche Feststellung von Verstößen gegen das Insiderhan-
dels-Verbot vertraglich der zuständigen Prüfungskommission überantwortet wird¹⁰⁶.
Dieser Konstruktion wurde hauptsächlich entgegengehalten, die Rechte der Prüfungs-
kommission beruhten allein auf dem Rechtsverhältnis zwischen Gesellschaft und
Innenseiter, seien im Hinblick auf dieses Verhältnis verliehen und von ihm abhängig;
selbständige Rechte der Kommission bestünden daneben nicht. Demnach könnten Ge-
sellschaft und Innenseiter jederzeit auch einverständlich die Bindung an die Richtlinien
lösen und damit die Rechte der Prüfungskommission beenden¹⁰⁷. Dies besagt zunächst,
dass die Unterwerfungserklärung vorbehaltlich entgegenstehender Vereinbarungen durch
den Insider nicht widerrufen werden kann¹⁰⁸. Aber auch bei Bestehen einer entsprechen-

104] Gl.M. M. Bitz, Europäisches Insiderrecht, AG 1974, 116.- Konkret wäre an ein Warnsignet
[z.B. "(!)"] und/oder an die exakte Unterwerfungsquote zu denken. Ausserdem erscheint
dringend erforderlich, die missverständlichen Kursblattlegenden zu den Anerkennungssig-
neten zu ändern: Mit der Aussage "Die Gesellschaft hat ganz oder teilweise die Insider-
Regeln ... anerkannt" wird der Eindruck erweckt, die Gesellschaft könne z.B. auch unter
Vorbehalt akzeptieren. Die Wendung "ganz oder teilweise" bezieht sich indes auf den unter-
nehmensinternen Unterwerfungsstand.

105] Immerhin wurde eine Schiedsgerichtsqualität der Kommission seit jeher verneint; vgl.
Bremer, Rechtsprobleme, 805. Umstritten und anfänglich abgelehnt wurde indes auch deren
Schiedsgutachterqualität; *ibid.* Bremer; desgl. Schwarck, Insider-Geschäfte, 1608, korri-
giert [im Anschluss an Hopt/Will, 116f, insbes. Anm.103, und Horn, 385] in BörsG, 517
NI, insbes. Anm.26. Nach Ulmer, Rechtspolitische Probleme, 627 beruht die Gutachterfunk-
tion freilich noch immer auf einer rechtlich zweifelhaften Grundlage.

106] Näheres zum Schiedsgutachtenvertrag bei A. Baumbach/W. Lauterbach/J. Albers/P. Hartmann,
Zivilprozessordnung, 38. Aufl. München 1980, §1025 Grundz 3; F. Stein/M. Jonas/P. Schlösser,
Kommentar zur Zivilprozessordnung, 19. Aufl. Tübingen 1972/75, vor §1025 II 3; L. Rosenberg/
K. H. Schwab, Zivilprozessrecht, 12. Aufl. München 1977, 1012ff.

107] Horn, 385. Ebenso Hopt/Will, 117.

108] A.M. offenbar Bruns/Rodrian, 436, Erl.4 zu §3 und Erl.4 zu §5 IHR; M. Will in: Loss [Ed.],
195.

den Klausel erscheint zumindest zweifelhaft, ob sich der Insider mit dem Widerruf durchwegs diesseits der Grenzen von Treu und Glauben bewegt, m.a.W. ob er nicht bei Beginn einer bestimmten Verfahrensphase, beispielsweise der Eröffnung¹⁰⁹, rechtsmissbräuchlich handelt, indem er "contra factum proprium venit"¹¹⁰. Fehlt indessen die Widerrufsmöglichkeit, was in den Richtlinien der Klarheit halber vorgegeben werden könnte, bedarf es somit eines gegenteiligen und einverständlichen Rechtsaktes. Diesfalls würde die Gesellschaft jedoch klar gegen die mit ihrer Anerkennungserklärung stillschweigend akzeptierten Pflichten verstossen.

B. Anerkennung

Vielfach wird verkannt, dass die gegenüber dem Wirtschaftsverband abgegebene Anerkennungserklärung "unausgesprochen auch die Verpflichtung der Gesellschaft [beinhaltet], auf den Abschluss und die Einhaltung der Richtlinien gegenüber ihren Insidern hinzuwirken und gegebenenfalls das von ihrer Seite zur Durchführung eines Prüfungsverfahrens Erforderliche zu veranlassen"¹¹¹. Uebrigens steht der Möglichkeit nichts im Wege, die Gesellschaft im Rahmen eines detaillierten und -mit dem Ziel bundesweiter Uniformität- inhaltlich vorgegebenen Vertragswerks zur Uebernahme zusätzlicher Pflichten zu bewegen. Auf entsprechende Erweiterungsansätze wurde an verschiedener Stelle bereits aufmerksam gemacht.

109] Dazu hinten 81f.

110] Diese Frage wurde lediglich angedeutet und offengelassen von Wojtek, 35 Anm.71.

111] Zutreffend Renner, 107.

§ 6 DIE HAENDLER- UND BERATERREGELN

I. Vorbemerkung

Hinsichtlich ihres Freiwilligkeitsprinzips stimmen die Händler- und Beraterregeln mit den Insiderhandels-Richtlinien überein. Sie ergänzen letztere bloss insoweit, als sie es den Akzeptanten -allgemein ausgedrückt- untersagen, "Wertpapierkunden in einer Richtung zu beeinflussen, die eine bessere Ausgangsposition für eigene Insider-geschäfte schafft"¹. Hinsichtlich ihrer Effizienz stehen sie allerdings hinter den Richtlinien zurück.

II. Personeller Geltungsbereich

Entsprechend den unterschiedlichen Destinatären der Anerkennungserklärungen wird zunächst differenziert zwischen Kreditinstituten in ihrer Funktion als Wertpapierhändler [§1 HBR] und Anlageberatern, d.h. "Unternehmen und Personen, die sich, ohne Kreditinstitut zu sein, gewerblich in der Anlageberatung betätigen" [§4 HBR].

A. Kreditinstitute

1. Als Kreditinstitute gelten nach der Legaldefinition von §1 Abs.1 KWG "Unternehmen, die Bankgeschäfte betreiben, wenn der Umfang dieser Geschäfte einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert"². Dazu zählen gemäss §2 Abs.1 KAGG auch die Investmentfonds. Nicht erfasst wird hingegen ein bedeutender, im Mittelpunkt des Börsengeschehens befindlicher Ausschnitt der Marktteilnehmerschaft: die Frei- und Kursmakler. Da sich ihre Tätigkeit auf den Verkehr zwischen den Börsenmitgliedern beschränkt und es ihnen gewohnheitsrechtlich verwehrt ist, Aufträge aus dem börsenexternen Publikum entgegenzunehmen³, entfällt indessen der Schutzzweck der Regeln⁴.

1] Schwark, BörsG, 518 N1, unter Hinweis auf Hopt, Kapitalanlegerschutz, 129ff.

2] Dazu detaillierter und statt vieler Hopt, Kapitalanlegerschutz, 76ff; Schönle, 2ff.

3] Vgl. W. Hankel, Währungspolitik, Geldwertstabilisierung, Währungsintegration und Sparer-schutz, Stuttgart/Berlin 1971, 264; W. M. Jilly, Die amtliche Kursnotierung an den Wertpapierbörsen, Baden-Baden 1975, 34f m.w.H.

4] Ebenso Schwark, BörsG, 519 N2.

2. Anders als bei den Insiderhandels-Richtlinien erlangen die Händler- und Beraterregeln für die in §1 miteinbezogenen Geschäftsleiter⁵ und Mitarbeiter⁶ von Kreditinstituten nicht erst durch vertragliche Unterwerfung materielle Gültigkeit⁷. Dies bestätigen die Verbandserläuterungen zu §3 HBR, dem in dieser Hinsicht rein deklaratorische Wirkung beschieden ist: "Vielmehr enthält §1 Satz 1 selbstverständliche Gebote des kaufmännischen Anstandes, die schon jetzt ungeschriebener Inhalt der Verträge sind". Zu diesen stillschweigend übernommenen Vertragspflichten gesellen sich einschlägige, im Einzelfall weiterreichende Vorschriften handelsrechtlicher und [börsen]strafrechtlicher Kodifikationen⁸. Konstitutive Wirkung erzeugt der Revers des Geschäftsleiters bzw. Mitarbeiters demgegenüber mit Bezug auf den mitakzeptierten verfahrensrechtlichen Bestandteil der Insider-Regeln⁹. Hinsichtlich der schiedsgutachterlichen Vertragskonstruktion kann auf die obigen Ausführungen verwiesen werden¹⁰.

B. Anlageberater

Der Kreis der Anlageberater wird in §4 der Regeln sachgerecht und begrüßenswert weit umschrieben¹¹. Ueber das klassische Berufsfeld hinaus können auch die Aktivitäten der Portfoliomanagementunternehmen, Börsen- und Wirtschaftsdienste oder anderer, ähnlich orientierter Dienstleistungsunternehmen den Beratungsbegriff erfüllen. Voraussetzung ist allerdings allemal, dass sie die Anlageberatung gewerblich betreiben¹².

5] §1 II KWG: "Geschäftsleiter ... sind diejenigen natürlichen Personen, die nach Gesetz, Satzung oder Gesellschaftsvertrag zur Führung der Geschäfte und zur Vertretung eines Kreditinstituts in der Rechtsform einer juristischen Person oder einer Personenhandelsgesellschaft berufen sind, Geschäftsführer von Kreditgenossenschaften auch dann, wenn sie nicht dem Vorstand angehören...[Ausnahmefälle...]".

6] Als Mitarbeiter gelten nach §1 lit.a HBR einzig die "im Börsenhandel bzw. in der gewerblichen Anlageberatung tätigen Angestellten".

7] Missverständlich deshalb Leistner, Insiderrecht, 204.

8] Z.B. §401 I HGB; §88 BörsG; §§263, 266 StGB.

9] Vgl. §2 1.Satz i.V.m. §3 HBR.

10] Vgl. vorne 66f.

11] Als gewerbliche Anlageberatung gilt nach Anm.1 der Verbände zu §4 HBR "jede [gewinnorientierte, auf eine gewisse Dauer ausgerichtete; Anm. d. Verf.] Tätigkeit, bei der an Dritte Empfehlungen erteilt oder Meinungen geäußert werden, die geeignet sind, Dritte bei Entschliessungen über Wertpapiergeschäfte zu beeinflussen".

12] Daher entfallen gem. Schwark, BörsG, 523 N1 a.E. Beratungsdienste von Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern und -bevollmächtigten, da sie nach gesetzlicher Definition [§2 II Bundesrechtsanwaltsordnung, §1 II Wirtschaftsprüferordnung, §32 II Steuerberatungsgesetz] kein Gewerbe betreiben.

Redaktioneller Ueberarbeitung bedürfte der missverständliche Passus hinsichtlich des Anerkennungsverfahrens: Eigentliche Vertragspartner der Anlageberater sind die Börsen, während der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen mangels Rechtsfähigkeit lediglich die Funktion eines postalischen Adressaten und Uebermittlers zukommt¹³.

III. Verbotnorm

Die zweigliedrige Händler- und Beraterverpflichtung von §1 untersagt die Empfehlung von Wertpapiergeschäften aus nicht im Kundeninteresse liegenden Gründen sowie den Abschluss von Eigengeschäften aufgrund von Kundenaufträgen mit kunderschädigenden Folgen.

A. Empfehlungen

In bezug auf den unlauteren Empfehlungszweck wird zwischen zwei beispielhaften Fallgruppen unterschieden: der Ermässigung oder Erhöhung von Eigenbeständen und der Kursbeeinflussung zur Durchführung von Eigengeschäften. Beide Gruppen wollen sicherstellen, dass die eigennützige Beratung hinter das Interesse der Anlegerschaft zurücktritt. Damit wird allerdings nur eine Seite des Problems beleuchtet. Die komplementäre Seite, das Gebot zur Beratung, fand keinen Eingang in die Regeln. Den Verbandserläuterungen zufolge wurde eine Reglementierung der Art und des Umfangs der Beratungspflicht auch nicht anvisiert¹⁴. Demgegenüber kann es "vom Interesse des Effektenkunden her ... keinen Unterschied machen, ob die Bank ihn im Einzelfall durch einen vom eigenen Interesse diktierten Rat positiv irreführt oder ob sie eine von ihm benötigte Aufklärung oder Beratung aus eben diesem Interesse unterlässt"¹⁵. Die deutliche Divergenz zwischen geregelter und nicht geregelter Materie führt zur Feststellung, dass die Händler- und Beraterregeln rechtlich nicht nur keine neue Situation schaffen¹⁶, sondern selbst bestehende rechtsethische Massstäbe bloss in beschränktem Umfang konkretisieren¹⁷.

13] Anm.2 der Verbände zu §4 HBR und Schwarz, BörsG, 524 N2. Vgl. aber immerhin hinten 72.

14] Anm.3 der Verbände zu §1 HBR.

15] Hopt, Kapitalanlegerschutz, 441. Diese Ueberlegung gilt freilich in gleichem Masse für die Anlageberater.

16] Bruns, Wertpapierhandel, 167.- Zur weiteren Illustration dient das der zweiten Fallgruppe zuzuordnende sog. "scalping" [dazu Hopt, Kapitalanlegerschutz, 486f]: Der Händler bzw. Berater deckt sich vor seiner Anlageempfehlung, die sich mittels Informationsvorträgen, Börsenbriefen o.dgl. an ein breites Käuferpublikum richtet, mit dem empfohlenen Papier ein und

B. Eigengeschäfte

Das Verbot von Eigengeschäften aufgrund von Kundenaufträgen mit der Wirkung kursmässiger Nachteile für den Auftraggeber erfasst ein breites, mittlerweile kategorisiertes Dispositionsspektrum: den Vorkauf und dessen Gegenstück, den Vorverkauf, sowie die mit dem sog. "scalping" verwandten Parallelgeschäfte des Mit- und Gegenlaufens¹⁸. Damit wird indes nicht schlechthin jede Eigentransaktion, die im ursächlichen Zusammenhang mit einem Kundenauftrag steht, untersagt, andernfalls eigene Orders zur Beschaffung der benötigten Deckung oder aufgrund bereits zuvor getroffener Beschlüsse nicht plazierte werden könnten¹⁹. Dies würde nicht nur den Auslegungsspielraum von §1 lit.b der Regeln in unzulässigem Masse überdehnen²⁰, sondern dürfte vorab die Funktionsfähigkeit der Börsen beeinträchtigen, da der Markt mit den letztgenannten Eigengeschäften eine wesentliche Stütze erfährt²¹. Der Entscheid darüber, ob gegen das Verbot verstossen wurde, führt selbst bei kundenschädigenden Folgen nicht an der Ermittlung vorbei, ob der Eigenabschluss aus egoistischen oder anderen Beweggründen veranlasst wurde.

IV. Sanktionen

A. Fehlen gemeinsamer Sanktionen

Mit Ausnahme des Verweises auf die Verfahrensordnung, wovon auch das verfahrensrechtliche Massnahmenpaket erfasst wird²², konstituieren die Regeln keine

[Forts. Anm.16]

veräussert es alsdann unter Ausnutzung der vorab kalkulierbaren und kalkulierten Kurssteigerung, die bei engen Märkten entsprechend extrem ausfallen kann. Rechtlich abgedeckt ist der Fall, bei dem die Empfehlung einzig zur Erzielung von Kursgewinnen ausgegeben wird. Stützt sich die Empfehlung hingegen auf fundierte Kursanalyse und Marktkenntnis etc. und profitiert der Urheber in der genannten Art, kann er weder nach geltendem Recht noch nach den Regeln zur Verantwortung gezogen werden.

17] Im Ergebnis wohl gl.M. Horn, 386f.

18] Vgl. Schwark, BörsG, 520 N6. Im einzelnen zu diesen Geschäften Hopt, Kapitalanlegerschutz, 487ff; Schmidt, 47ff, 208ff. Missverständlich die offenbar gegen Anm.5 der Verbände zu §1 HBR gerichtete Kritik von Wojtek, 33, derzufolge der Eindruck erweckt wird, Parallelgeschäfte würden generell ausgeklammert. Andererseits sind gem. Schwark, Insider-Geschäfte, 1609 die Spezialfälle des sog. qualifizierten Mitlaufens ausgenommen, in denen an den Insiderinformationen privilegierter Kunden durch gleichlaufende Eigenabschlüsse partizipiert wird

19] Hopt, Kapitalanlegerschutz, 488f, mit Hinweis auf die abweichende Rechtslage an der New York Stock Exchange.

20] Schwark, Insider-Geschäfte, 1609.

21] Solches befürchtet Bremer, Rechtsprobleme, 804.

materiellen für Händler und Berater gemeinsamen Sanktionen. Insbesondere fehlt eine den Insiderhandels-Richtlinien nachgebaute Pflicht zur Herausgabe der erzielten Vermögenswerte, was erhebliche Bedenken weckt und den Ruf nach entsprechenden Erweiterungsvorschlägen rechtfertigt²³.

Ein eigentliches Sanktionsgefüge wird freilich auch nicht etwa dadurch errichtet, dass §6 der Regeln allfällige zivil- und strafrechtliche Folgen von Regelverstößen expressis verbis unberührt lässt oder gebieterisch festhält, vorsätzliche Verstöße von Geschäftsleitern oder Mitarbeitern gegen §1 HBR seien als Handlungen zu qualifizieren, "die sich im Sinne der börsenrechtlichen Vorschriften nicht mit der Ehre oder dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen vereinbaren lassen". Im ersteren Falle wird eine Selbstverständlichkeit ausgesprochen, letzterenfalls ein börsengesetzlicher, für das mögliche Verfahren vor dem Ehrenausschuss massgeblicher Grundsatz konkretisiert²⁴.

B. Sanktion für Anlageberater

Die Anerkennungserklärungen der Anlageberater werden durch die Effektenbörsen bundesweit, d.h. in sämtlichen Kursblättern, bekanntgegeben. Ausserdem wird ein- gangs jeden Jahres in gleicher Weise eine Liste aller Akzeptanten abgedruckt²⁵. Gelingt der Prüfungskommission in der Folge die Feststellung eines vorsätzlichen Regelverstosses, so kann die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen nach §5 HBR die Streichung des Vertragsbrüchigen aus der Liste -verbunden mit einer entsprechenden Gegennotiz in den Kursblättern- veranlassen. Letztlich handelt es sich somit um eine reine Ermessensentscheidung der Arbeitsgemeinschaft, was unter den Aspekten von Rechtssicherheit und Rechtsgleichheit problematisch erscheint.

22] §2 1.Satz HBR. Vgl. dazu hinten 84ff.

23] Vgl. namentlich Pfisterer, 124f.

24] §9 I BörsG: "...Der Ehrenausschuss kann mit Ausnahme der Kursmakler und ihrer Stellvertreter alle Börsenbesucher mit dem Recht zur Teilnahme am Handel, die sich im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit an der Börse eine mit der Ehre oder dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen nicht zu vereinbarende Handlung haben zuschulden kommen lassen, mit Verweis, mit Ordnungsgeld bis zu zweitausend Deutsche Mark oder mit Ausschliessung von der Börse bis zu zehn Sitzungstagen belegen...". Für Einzelheiten betr. das Verfahren vor Ehrenausschuss vgl. Schwark, BörsG, 171ff; *ibid.* 173ff auch die "Muster-Verordnung über die Einrichtung, die Zusammensetzung und das Verfahren des Ehrenausschusses an der ... Börse".

25] Anm.2 der Verbände zu §4 HBR.

Im Interesse des durchschnittlichen Anlegers, dem ein regelmässiges Kursblattstudium kaum zugemutet werden kann, jedoch zugemutet wird, falls er sich über die Berufsethik seines gegenwärtigen oder zukünftigen Beraters orientieren will, ist schliesslich zu empfehlen, jedem Interessenten auf Verlangen eine Kopie des von sämtlichen Börsen zu führenden aktuellen Beraterverzeichnisses zuzustellen.

§ 7 DIE VERFAHRENSORDNUNG

I. Ursprüngliche Aufgabenstellung

Die Grundaufgabe war eine doppelte: Zunächst galt es eine Verfahrensherrschaft zu institutionalisieren, die sich angesichts des spezifischen organisations- und öffentlich-rechtlichen Charakters des Börsengesetzes¹ allein nach privatrechtlichen Mustern zu richten hatte. Sodann war für allfällige Verstöße gegen die materiellen Vorschriften ein ausgewogener modus procedendi zu bestimmen, der einerseits die künftigen Akzeptanten nicht zum vornherein abschrecken durfte, andererseits aber als Kernstück und Wirkungsgradmesser der Regelung von Anfang an die notwendige Effizienz verbürgen musste².

Hinsichtlich der organisatorischen Aufgabe fügten sich die beteiligten Kreise der Vorstellung "möglichst weitgehender Kongruenz mit dem Schema der Börsensachverständigenkommission"³. Dies führte zu einem komplexen Auftrags- und Wahlsystem, bei welchem den zu einer Gesellschaft des bürgerlichen Rechts⁴ zusammengeschlossenen Spitzenverbänden der Wirtschaft⁵ die gesamthandschaftliche Trägerschaft über die Prüfungskommissionen⁶ eingeräumt wurde. Demgegenüber genoss die juristisch-technisch konsistentere Möglichkeit, die Gründung eines speziellen Verbandes mit eigener, institutioneller Schiedsgerichtsbarkeit⁷ keinen Vorrang. Den Schwierig-

1] Die Grenzen nennt unmissverständlich Bremer, Rechtsprobleme, 804f Ziff.1. Genereller Degner, Börsennovelle, 369, wonach sich das "Börsengesetz nur als typisches Organisationsgesetz darstellt, das die innere Struktur der Börsen regelt und rechtssystematisch für die Aufnahme einer Insider-Regelung ungeeignet erscheint". Einen anderen Standpunkt vertreten namentlich Bernhard Freiherr von Falkenhausen, Minderheitenschutz und Aktienhandel, AG 1972, 237 und Flachmann, 654.

2] Vgl. Leckebusch, Vortrag 1977; Jentsch, 189.

3] Ausführlich Bremer, Rechtsprobleme, 805 Ziff.3.

4] §705ff BGB. Details bei Hopt/Will, 117.

5] §1 Nr.1 VerFO.

6] Eigene Kommissionen bestehen bei der Berliner Wertpapierbörse, der Frankfurter Wertpapierbörse und der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf. Gemeinsame Kommissionen wurden für die Bayerische Börse München und die Wertpapierbörse in Stuttgart sowie die Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg, die Bremer Wertpapierbörse und die Niedersächsische Börse zu Hannover gebildet.

7] Vgl. H. Bremer, Die Insider-Regeln, AG 1971, 56 a.E.; ders., Rechtsprobleme, 805 Ziff.2. Ähnlich Schwark, Insider-Geschäfte, 1608.- Zur institutionellen Schiedsgerichtsbarkeit vgl. etwa Stein/Jonas/Schlosser, §1028 I 1. und A. Baumbach/K. H. Schwab, Schiedsgerichtsbarkeit, 3. Aufl. München 1979, 4f.

keiten, die dabei aus der ungleichen Mitgliederzusammensetzung erwachsen dürften, stünden indessen auch nicht von der Hand zu weisende Vorteile gegenüber: Aus dem "Gruppengeist [könnte sich] eine Gruppen-Sozialethik entwickeln ..., die die Vorstellungen der Gruppe über das erforderliche Verhalten ihrer Mitglieder ständig verfeinert. So würden sich auf der Grundlage der Insider-Richtlinien und -Regeln Verbandsbräuche und Verbandssitten herausbilden, die den Erlass staatlicher Normen überflüssig machen"⁸.

Die Aufgabe zur Errichtung der eigentlichen Verfahrensbestimmungen wurde -wohl eher ausserplanmässig, rückblickend jedoch mit besserem Resultat- in zwei Etappen gelöst. Anfänglich sorgten allzu restriktive Vorschriften zur Verfahrenseinleitung, eng begrenzte Kompetenzen der Prüfungskommissionen und milde verfahrensrechtliche Sanktionsdrohungen für eine überwiegend buchmässige Existenz des gesamten Regelungskomplexes. Dies wurde mittels zahlreicher Abhandlungen auch in gebührendem Masse hervorgehoben⁹. Mit zunehmender Kritik, die im verschiedentlich erwähnten Fall Thyssen ihren Kulminationspunkt erreichte, tat sich in der Praxis eine [scheinbar] gegenläufige Auffassung kund: Die Anerkennungsquote verzeichnete markante Zuwachsraten - Demonstration eines veränderten Unrechtsbewusstseins und positive Beurteilung des damals jungen Regelwerks oder Vertrauen auf den allmählich ausgewiesenen Mangel an effizienten Durchgriffsnormen? Die Antwort muss ausstehen. In einer zweiten Phase wurden jedenfalls die offensichtlichen Schwachstellen der Verfahrensordnung beseitigt. Trotz der Revision erklärte sich die erdrückende Mehrheit bisheriger Akzeptanten mit der erheblich stringenteren Neufassung einverstanden. Eine namhafte Zahl einst zurückhaltender grösserer und vor allem mittelgrosser Publikumsgesellschaften folgte diesem Beispiel. Der angestrebte prozedurale Mittelweg scheint damit geebnet. Inwieweit eine dritte Ueberarbeitungsphase sachlicher Notwendigkeit entspricht, bleibt abzuklären.

II. Kompetenzgrenzen der Prüfungskommission

Die Prüfungskommission amtet als Schiedsgutachter¹⁰. Selbst bei voller Beanspruchung der ihr aus dieser Funktion äusserstenfalls zufließenden Kompetenz¹¹ ist es

8] Bremer, Rechtsprobleme, 805 Ziff.2.

9] Symptomatisch und statt vieler Horn, 383: "Die [Verfahrens-]Regelung enthält alle Voraussetzungen für eine Undurchsetzbarkeit der Richtlinien". Auch der daselbst verwendete und in der Folge sattsam aufgegriffene Ausdruck des "Persilscheinverfahrens" traf den Kern der Sache.

10] Vgl. vorne 66, insbes. Anm.105.

ihr verwehrt, über jene materiellen Rechtsfolgen zu befinden, die sich aus den von ihr mit präjudizieller Wirkung¹² behandelten Tatsachen ergeben können¹³. Weigert sich der Pflichtige ungeachtet eines festgestellten Insiderverstosses zur Abführung der dadurch erzielten Vermögensvorteile, muss demnach die Entscheidung des ordentlichen Gerichts angerufen werden¹⁴. Die Feststellung der Prüfungskommission ist dabei nicht Klagevoraussetzung, da der Schiedsgutachtenvertrag keine prozesshindernde Einrede zu erzeugen vermag¹⁵. Umgekehrt kann [auch] der Betroffene jederzeit gerichtliche Schritte einleiten. Bei Identität des Streitgegenstandes sperrt er damit vorübergehend oder definitiv den Gang des Prüfungsverfahrens¹⁶. Von dieser Möglichkeit wird er nicht zuletzt schon zwecks Vermeidung doppelter Verfahrenskosten praktischen Gebrauch machen¹⁷.

Die Nachteile dieser schiedsgutachterlichen Lösung treten daher klar zutage. Im Rahmen des geltenden Konzepts der Verfahrensordnung muss indessen vergeblich nach einer bedeutenden Kompetenzerweiterung der Prüfungskommission gesucht werden. Eine eigentliche Kehrtwende wäre wohl nur durch die Errichtung einer ständigen Schiedsgerichtsbarkeit zu erreichen¹⁸. Als mit gesetzlicher Ermächtigung durch Private eingesetzte Privatgerichtsbarkeit könnte sie unter Ausschluss der Sachkompetenz ordentlicher Gerichte mit direkter prozessualer Wirkung und beschränkter Ueberprüfbarkeit über den ganzen Insider-Rechtskomplex entscheiden. Mittels dieser Institution liessen sich die vorstehenden Schwachstellen beseitigen, während die hauptsächlichlichen Vorzüge gegenüber der staatlichen Gerichtsbarkeit, die schnellere Herbeiführung der endgültigen Entscheidung mangels einer Bindung an lange Instanzen-

11] Details insbes. bei Stein/Jonas/Schlosser, vor §1025 II 3.a, mit Hinweisen auf die deutsche Rspr.

12] Dies wird von Bruns/Rodrian, 436, Erl.19 zu §4 IHR m.E. zu Unrecht verneint. Siehe auch hinten Anm.15.

13] Ausdrücklich selbst §2 Nr.3 VerfO. Vgl. auch etwa G. Bruns, Zivilprozessrecht, 2. Aufl. München 1979, 493.

14] Vgl. vorne 62f.

15] Schwark, BörsG, 514 N6. Liegt aber das Schiedsgutachten im Moment der Klageerhebung noch nicht vor bzw. ist es noch nicht vollständig, muss die Klage nach Ablauf einer Vorlagefrist [§356 ZPO] als zur Zeit unbegründet abgewiesen werden. Ueber den letzteren Punkt bestehen allerdings gegensätzliche Auffassungen; vgl. OLG Zweibrücken, Urt. vom 20.1.71 - 2 U 75/70 = NJW 1971, 943 m.w.H. und Entgegnung von H. Dahle in NJW 1971, 1756f; ausführlich zu dieser Kontroverse mit zahlreichen Hinweisen A. Wittmann, Struktur und Grundprobleme des Schiedsgutachtenvertrages, [Diss. Köln] Köln/Berlin/Bonn/München 1978, 67ff.- Anderes ergibt sich gem. §1027a ZPO beim Schiedsgerichtsvertrag; Baumbach/Schwab, 41ff.

16] Vgl. §3 Nr.5 VerfO. Diese Präponderanz des gerichtlichen Verfahrens könnte und sollte m.E. abgeschwächt werden.

17] Realistisch Horn, 385.

18] Vgl. vorne 74f, insbes. Anm.7.

züge und die sachkundige und damit geeignetere Besetzung¹⁹, dazugewonnen bzw. beibehalten werden könnten. Die schiedsgerichtliche Variante sollte allerdings nach vorliegender Auffassung einzig für den Fall erwogen werden, dass am bestehenden, nur im Verhältnis zwischen den direkt Beteiligten wirkenden Gewinnabführungsmechanismus von §4 der Richtlinien festgehalten wird. Demgegenüber wäre das Schiedsgericht im Falle der Vertragskonstruktion zugunsten Dritter²⁰ mit der Pflicht zur Umlegung der Abführungssumme auf eine mithin kaum überblickbare Schar von Vertretern der Marktgegensseite praktisch überfordert.

III. Verfahren

A. Einleitung

Die Prüfungskommission wird tätig, sofern nach §3 Nr. der Verfahrensordnung eine Anzeige oder eine Selbstanzeige erstattet wird oder falls ihr auf andere Weise Umstände bekannt werden, die einen Verstoss gegen die Richtlinien oder die Regeln schlüssig erscheinen lassen.

1. Die förmlichen Anforderungen an die Fremdanzeige wurden mit der Revision der Verfahrensbestimmungen stark zurückgesteckt. So müssen in dieser ersten Verfahrensphase keine Tatsachen mehr vorgebracht werden, die einen Verstoss schlüssig begründen²¹. Immerhin hat der Anzeigende mit tatsächlichen Behauptungen aufzuwarten, die einen Verstoss schlüssig erscheinen lassen²². Ob dem Verzeiger damit bereits eine prima facie-Beweislast auferlegt wird, erscheint zumindest zweifelhaft²³. Dies würde sich schon deshalb nicht rechtfertigen, weil es für ihn als Privatperson innerhalb der knapp bemessenen dreimonatigen Präklusivfrist²⁴ nicht nur unzumutbar, sondern

19] Vgl. etwa Rosenberg/Schwab, 1012, die allerdings auch auf die Gefahr der Parteilichkeit der Schiedsrichter aufmerksam machen. Dieser Gefahr wird m.E. durch das grundgesetzliche Ueberteillichkeitsgebot [Art.97] und die aus ihr fliessenden zivilprozessualen Ablehnungsbestimmungen [§1032 i.V.m. §41ff] in zureichendem Masse vorgebeugt.

20] Vgl. vorne 61f.

21] Mit fundierter Kritik zur alten Fassung Pfisterer, 101f.

22] §3 Nr.2 lit.a VerfO.

23] Unzutreffend jedenfalls die Meinung von Wojtek, 35, wonach dem Anzeigenden [weiterhin] sogar die "Last, das notwendige Beweismaterial zusammenzustellen" aufgebürdet wird.

24] §3 Nr.2 lit.d VerfO. In "schwerwiegenden Fällen" kann diese Frist äusserstenfalls bis auf fünf Jahre seit dem Zeitpunkt des behaupteten Verstosses erstreckt werden. Diesfalls wird aber die Prüfungskommission regelmässig aus eigenem Antrieb geeignete Aktivitäten in Gang gesetzt haben. Zu ihrem Instrumentarium vgl. hinten 79f.

schlechthin unmöglich sein dürfte, schlüssig erscheinende Quasi-Beweise etwa über den seitens eines Dritten getätigten Geschäftsabschluss [z.B. in Inhaberpapieren], die durch gesellschaftsinterne Unterwerfungserklärung begründete Insiderstellung oder gar die aus egoistischen Motiven geordnete Eigentransaktion eines Kreditinstituts zu erbringen.

Immerhin muss sich die Anzeige auf konkrete Vorgänge beziehen²⁵ und gegen eine bestimmte Person, zumindest aber gegen einen näher bezeichneten Personenkreis [z.B. den Vorstand einer Gesellschaft] gerichtet sein²⁶.

Die Prüfungskommission bestätigt zwar den Eingang der Anzeige²⁷. Darüber hinaus bedarf es jedoch keiner Orientierung des Anzeigenden. Selbst über den a limine-Beschluss der Kommission, mittels welchem eine Anzeige aus verschiedenen Gründen zurückgewiesen werden kann²⁸, wird dem Anzeigenden gegenüber keine Meldung erstattet. Diese Lösung erscheint nicht zuletzt aus psychologischen Erwägungen wenig empfehlenswert, manifestiert aber bereits sehr deutlich die auch in späteren Abschnitten anzutreffende, mithin übersteigerte Verfahrensabschirmung gegen aussen.

2. Mit dem Recht zur Selbstanzeige²⁹ wird dem Anzeigenden primär die Möglichkeit eingeräumt, sich gegen unberechtigte Verdächtigungen Dritter³⁰ zur Wehr zu setzen. Die ebenfalls bestehende Gelegenheit zur Selbstbezeichnung wird demgegenüber von untergeordneter Bedeutung bleiben.

In Analogie zu den mit der Fremdanzeige verknüpften Erfordernissen kann die Selbstanzeige auch hier ohne Benachrichtigung des Anzeigenden³¹ abgewiesen werden.

25] So genügen jene Darlegungen nicht, die sich auf allgemeine Pressemitteilungen stützen; vgl. Schwarz, BörsG, 535 Nl lit.b. Zur öffentlichen Medientätigkeit bemerkt Bruns, Gespenst, 882 allgemein und nicht unbegründet, dass sich schon fast eine Gewohnheit dahingehend ausgebildet habe, "bei plötzlicher Veränderung von Aktienkursen nach einer unerwarteten Eröffnung über das Standing der Gesellschaft nicht nur die Frage aufzuwerfen, weshalb die Information so unvorbereitet gegeben wurde, sondern sie zugleich mit dem Verdacht zu verbinden, dass 'Vor-Orientierte' die Ahnungslosigkeit ihrer Geschäftspartner zu unangebrachter Bereicherung ausgenutzt hätten".

26] §3 Nr.2 lit.a VerfO und Anm.1 der Verbände zu §3.

27] §3 Nr.2 lit.b VerfO.

28] §3 Nr.2 lit.d VerfO. Für diesen Entscheid genügt ein aus der Mitte der Kommission gebildeter Dreierausschuss.

29] §3 Nr.3 VerfO.

30] Vor einer "Welle von Verdachtsmeldungen" warnte -rückblickend wohl zu Unrecht- schon G. Schleif, "Ueber das Ziel hinausgeschossen", HB Nr.221 vom 17.11.70, 27.

31] Dies ergibt sich positiv schon aus der in §1 Nr.12 VerfO verankerten Schweigepflicht, negativ aber auch aus den ausdrücklichen Unterrichtspflichten namentlich von §4 Nr.3, §5 Nrn.3 und 7 VerfO.

Gründe für diese sogar gegen innen wirkende Diskretion sind freilich nicht zu erkennen.

3. Bestanden ursprünglich Befürchtungen, die Kommission könnte sich durch eine weitreichende Kompetenz zur Verfahrenseinleitung in bestimmten Situationen einem "unerwünschten, weil möglicherweise lediglich emotionalen Druck der öffentlichen Meinung" ausgesetzt sehen, wodurch sie "wider besseres Wissen unter Handlungs-zwang geriete"³², musste man sich angesichts der umständlich eingeleiteten Erhebungen im Fall Thyssen³³ wohl die Gegenfrage stellen, ob nicht gerade ein effizienteres Initiativrecht den rationalen Druck aus Wissenschaft und Wirtschaft sichtlich entschärft hätte. Jedenfalls führten schon die wenigen praktischen Erkenntnisse zu einer wesentlichen Neuerung in der Verfahrensordnung.

Werden der Prüfungskommission glaubhafte und konkrete Verdachtsmomente bekannt, die sich wiederum gegen eine [oder mehrere] bestimmte Person[en] richten und einen Verstoss schlüssig erscheinen lassen müssen, kann sie ex officio tätig werden. Anonymen oder unsubstantiierten Verdächtigungen wird nach wie vor keine Folge geleistet³⁴. Des weiteren wird ausdrücklich vermerkt, es sei nicht Aufgabe der Kommission, "die erforderlichen Verdachtsmomente zu ermitteln bzw. ermitteln zu lassen oder belastende Umstände aufzufinden"³⁵. Besteht hingegen im Zusammenhang mit dem Bekanntwerden einer Insiderinformation der dringende, aber gegen Unbekannt gerichtete Verdacht eines Verstosses gegen die Insiderhandels-Richtlinien, kann nun die Kommission auf dem Wege der Vorermittlung nach pflichtgemäßem

32] Jentsch, 189.

33] Das Präsidium der Rheinisch-Westfälischen Börse musste sich mit der Bitte an die Öffentlichkeit wenden, bei Kenntnis von konkreten Verstössen bestimmter Personen gegen die IHR bei der zuständigen Prüfungskommission Anzeige zu erstatten, damit überhaupt ein Verfahren eingeleitet werden könne; vgl. Bruns, Wertpapierhandel, 172, unter Hinweis auf BZ vom 27.2.73, 1. Nachdem auch diesem Aufruf keine Folge geleistet wurde, andererseits aber formell nach wie vor keine Voraussetzung zur Verfahrenseinleitung vorlag, gab die Prüfungskommission der übereinstimmenden Bitte von Börsenpräsidium und A.T. AG statt, ein Verfahren durchzuführen; vgl. ausführlich Ziff.1 der Entscheidungsgründe im Verfahren gegen die A.T. AG [DB 1973, 2289] und identisch Ziff.1 im Verfahren gegen die D.B. AG [DB 1973, 2290].

34] §3 Nr.4 lit.a Verfo [sic].

35] §3 Nr.4 lit.b 1.Satz Verfo. Schützenswert die in diesem Zusammenhang an die Adresse der Verfasser der Insider-Regeln gerichtete Forderung der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., "es müsse ein Verfahren gefunden werden, das den Prüfungskommissionen die notwendige Kenntnis über Verdächtigungen in der Öffentlichkeit zu verschaffen in der Lage ist"; vgl. BZ Nr.52 vom 14.3.80 [eig. Ber., "Schutzvereinigung fordert Aenderung der Insider-Regeln"].

Ermessen eigene Auskünfte von allen in Betracht kommenden Personen einholen³⁶. Damit sollen beispielsweise jene Fälle [weiter]verfolgt werden können, in denen Fremdanzeigen einen dringenden Verdacht nahelegen, im Übrigen jedoch nicht den erforderlichen Schlüssigkeitsgrad erreichen, in denen ausserordentliche Kursschwankungen in einem Papier festzustellen sind, deren Grund zunächst nicht erkennbar ist und erst später öffentlich bekannt wird oder in denen ein Kommissionsmitglied von den betreffenden Basisinformationen aus eigener beruflicher Tätigkeit Kenntnis erlangt³⁷.

Wenngleich diese Erweiterung des Einleitungsinstrumentariums zu begrüßen ist, darf nicht verkannt werden, dass ein Tätigwerden der Prüfungskommission noch immer an einer Vielzahl von Schranken scheitern kann³⁸. Angesichts der bloss vorbereitenden Funktion dieses Verfahrensabschnitts erscheint eine derartige Einengung des Ermittlungsspielraumes verfrüht³⁹.

B. Einstellung oder Eröffnung

1. Sind nach Abschluss der einleitenden Ermittlungen keine Umstände ersichtlich, die einen Verstoß gegen die Richtlinien oder Regeln schlüssig erscheinen lassen, wird das Verfahren eingestellt⁴⁰. Eine Pflicht zur selektiven Bekanntgabe des Einstellungsbeschlusses fehlt auch hier. Dies rechtfertigt sich insbesondere dann nicht, wenn im Wege der Vorermittlung mit einem schriftlich begründeten Auskunftsverlangen gegen bestimmte Personen[kreise] vorgegangen worden ist. Zweifellos besitzt aber auch der Anzeigende -im Falle der Fremdanzeige regelmässig der sich benachteiligt führende Anleger und im Falle der Selbstanzeige wohl ausschliesslich der ohne fundierten Grund Verdächtige- ein berechtigtes Interesse an individuell-konkreter Information.

36] §3 Nr.4 lit.b und c VerfO.

37] Vgl. Bruns/Rodrian, 438, Erl.4.a) zu §3 VerfO; Leckebusch, Insider-Empfehlungen, 641; Schwark, BörsG, 537 N6.

38] So erscheint bezeichnend, dass seit dem Jahre 1976 im gesamten Bundesgebiet zwar "vierzehn Aktivitäten in Gang gesetzt" wurden, wovon allein acht auf die Frankfurter Prüfungskommission entfielen, in keinem der angesprochenen Fälle aber ein konkreter Verdacht erhärtet werden konnte, um ein offizielles Vorermittlungsverfahren anzuheben; vgl. BZ vom 7.3.80 [hid., "Vorteile freiwilliger Insider-Regelung"].

39] Im Ergebnis gl.M. Renner, 132. Zurückhaltender J. Zahn, Aktienanleger und Börse, ZGR 1981, 117.

40] §4 Nr.2 VerfO. Das Verfahren kann allerdings wieder aufgenommen werden, sobald neue Umstände bekannt werden. Nach dem konkreten Zeitpunkt der Wiederaufnahme fragt Leistner, Insiderrecht, 206, Anm.45.

Darüber hinaus fehlt jegliche Kostenregelung zulasten oder zugunsten eines von der Verfahrenseinleitung Betroffenen⁴¹ bzw. zulasten eines mutwilligen Verzeigers. Letztere wäre angesichts des beschränkten Erfassungsbereichs der Insider-Regeln auch kaum realisierbar. Für solche Situationen wird man sich demzufolge mit den konventionellen Behelfen des ausservertraglichen Schadenersatzrechts begnügen müssen.

2. Lassen die angezeigten oder von Amts wegen ermittelten Umstände einen Verstoß gegen die materiellen Bestimmungen schlüssig erscheinen, beschliesst die Kommission die Eröffnung des Prüfungsverfahrens⁴². Anschliessend und noch vor der Aktivierung weiterer Verfahrensschritte hat sie den Betroffenen über den zwischenzeitlichen Ermittlungsstand detailliert zu informieren⁴³. Damit gelangt der Betroffene rechtzeitig vor dem Beginn der ersten spezifischen Untersuchungshandlung in den Besitz eines Datenmaterials, das ihm die Vornahme entsprechender "Gegenmassnahmen" erheblich erleichtern dürfte. Diese Gelegenheit sollte durch eine Einschränkung der Berichtspflicht auf eine bloss summarische etwas verkürzt werden, zumal im Eröffnungszeitpunkt noch kein Anhörungs- und Gegendarstellungsrecht gewährt werden muss⁴⁴.

Die Verfahrenseröffnung berechtigt und verpflichtet die Prüfungskommission in keiner Weise zur Lockerung ihrer Geheimhaltungspolitik. Selbst der Eröffnungsbeschluss als solcher wird gegen aussen abgeschottet⁴⁵. Mit diesem Höchstmass an Verfahrensinimität wird zwar sichergestellt, dass der Betroffene von der nicht von der Hand zu weisenden Gefahr einer Beeinträchtigung seines Persönlichkeitsrechts geschützt ist.

41] Vgl. sinngem. hinten 87.

42] §4 Nrn.1 und 3 VerfO. Für diesen Beschluss bedarf es -ebenso wie für den Einstellungsbeschluss- auf ausdrücklichen Wunsch der BSK lediglich der einfachen Mehrheit und nicht der ursprünglich vorgeschlagenen Einstimmigkeit; Leckebusch, Insider-Empfehlungen, 642.

43] §4 Nr.3 VerfO.

44] Vgl. Schwark, BörsG, 540 N2. A.M. offenbar Bruns/Rodrian, 438, Erl.1 zu §5 VerfO.

45] Dass sich in praxi geringfügige Lockerungstendenzen abzeichnen, zeigt sich mithin an der Notiz in HB Nr.53 vom 14./15.3.80, 9 [H.K., "Börsensystem bewährt - Jetzt Insider-Verfahren"], derzufolge nun ein förmliches Prüfungsverfahren eingeleitet worden ist; nähere Einzelheiten fehlen allerdings noch immer. Die Börsensprecher beeilten sich, "in diesem Zusammenhang und angesichts kritischer Äusserungen über die Publizität bei Insider-Verdachtsmomenten [darauf hinzuweisen], dass die entsprechende Prüfungskommission kein Börsengremium sei, sondern unabhängig arbeite, und [dass] hinsichtlich der Publizität angesichts der enormen Gefahren einer ungerechtfertigten Beschuldigung äusserste Vorsicht angebracht sei."

Gleichzeitig wird jedoch an die Gegenseite des scheinbar kompromisslosen Spannungsverhältnisses, an das berechtigte Orientierungsbedürfnis der Anlegerchaft, kein Zugeständnis gemacht. Sobald aber ein Insiderverfahren vollends nach den Maximen der Esoterik abzuwickeln ist, fehlt ihm die erzieherische Aussenwirkung. Es drohen Unglaubwürdigkeit und Ineffizienz⁴⁶. Die polarisierte Optik im Widerstreit zwischen persönlichem Schutzanspruch und überindividuellem Publizitätsanspruch bedarf demnach einer Verfeinerung. Als Ansatzpunkt anbietet sich die Möglichkeit einer "Publizitätsgratwanderung", bei welcher dem Informationsbedarf der Öffentlichkeit auch ohne Preisgabe der Identität des Betroffenen Deckung verschafft wird. Leitbild ist dabei ausschliesslich die Errichtung eines Kommunikations-, nicht jedoch eines vorgezogenen Sanktionsinstruments. Publizitätsinhalt wäre demnach einzig der förmliche Eröffnungsbeschluss mit oder ohne summarischer Begründung und ohne Angaben über betroffene Personen[gruppen]⁴⁷, Publizitätsmittel vorzugsweise jene Tages- und Wirtschaftszeitungen, von denen der Verdacht eines Verstosses gegen die materiellen Bestimmungen erstmals aufgegriffen wurde.

C. Weiterer Verfahrensablauf

Nach der Verfahrenseröffnung beauftragt die Prüfungskommission nach eigenem, am Grundsatz der Sachdienlichkeit ausgerichteten Ermessen⁴⁸ eine oder mehrere unternehmensinterne Stelle[n] mit der Durchführung der weiteren Ermittlungen. Ihre Wahl kann indessen auch auf einen unternehmensexternen Wirtschaftsprüfer fallen⁴⁹. Soll eine sachliche, insbesondere eine unvoreingenommene Aufklärung garantiert werden⁵⁰ und soll wie im Fall Thyssen danach getrachtet werden, diese Aufklärung bei einer Vielzahl von Einzelverfahren in einer Hand zu koordinieren⁵¹, ist letzterer

46] Kritisch auch die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. mit der allgemein gehaltenen Forderung, "die Informationspolitik der Prüfungskommissionen über die Einleitung und die Ergebnisse der Verfahren müsse verbessert und erweitert werden" [Pressefundstelle zit. vorne Anm.35].

47] Denkbar wäre z.B. folgender Wortlaut: "Im Zusammenhang mit dem namhaften Börsenkursanstieg der ...Aktien und der nachfolgenden Bekanntgabe einer Fusionsofferte der ... an die ... ist bei der ... Prüfungskommission am ... die Durchführung eines förmlichen Prüfungsverfahrens beschlossen worden."

48] Schwark, BörsG, 540 N3.

49] §4 Nr.4 lit.a und b VerfO.

50] Vor einer Befangenheitsgefahr bei einer Untersuchung durch die "Insiderkollegen" des Betroffenen [Böhner, 235] warnen eindringlich Horn, 383 und Leistner, Insiderrecht, 207.

51] Vgl. Ziff.3 a.E. der Entscheidungsgründe im Verfahren gegen die A.T. AG [DB 1973, 2290].

Variante der Vorzug einzuräumen, wenngleich dadurch die Verfahrenskosten regelmässig höher ausfallen dürften. Den berechtigten Schutzbelangen des Betroffenen wird mit der strafbewehrten Verschwiegenheitspflicht des neutralen Wirtschaftsprüfers in ausreichendem Masse Rechnung getragen⁵².

Trotz dieser "Zwangsdelegation" der Ermittlungskompetenzen verbleibt die Verfahrensherrschaft bei der Kommission, was sich darin äussert, dass sie in jeder Lage des Verfahrens Zwischenberichte anfordern, Gegenüberstellungen mit dem Betroffenen veranlassen und weitere Aufklärungen verlangen kann⁵³.

Die mit der Prüfung beauftragten Stellen haben der Kommission nur über jene Ergebnisse Bericht zu erstatten, die für die Entscheidung von Bedeutung sein können. Hierbei sind die "berechtigten Belange des Betroffenen" zu berücksichtigen⁵⁴. Durch das Recht und die Pflicht zur Vorselektion kann der Entscheid der Prüfungskommission in unzulässiger Weise präjudiziert werden. Insbesondere bei unternehmensinterner Ermittlung wächst die Gefahr, dass die [bereits nach subjektiven Gesichtspunkten] errichtete Datenbasis auf sachfremde Art und Weise "bereinigt" wird, während auch bei neutraler Prüfung die Möglichkeit nicht auszuschliessen ist, dass in Unkenntnis der Entscheidungskriterien entscheidungsrelevantes Material ausgesondert wird⁵⁵. Im Interesse einer sachgerechten Lösung wäre dieses Schleusensystem gänzlich preiszugeben.

D. Auskunftsregelung

Die Auskunftspflichten des Betroffenen, d.h. die Verpflichtungen zur Auskunfterteilung i.e.S. und zur Entbindung bestimmter Kreditinstitute vom Bankgeheimnis, setzen mangels einer anderslautenden Bestimmung frühestens mit dem Akzept des von seiten der Prüfungskommission erteilten Ermittlungsauftrages ein⁵⁶. Sie entstehen zu diesem Zeitpunkt exklusiv in der Hand der Untersuchenden⁵⁷. Einzige Ausnahme bilden die allerdings enger gefassten, mittelbaren oder unmittelbaren Auskunfts-

52] Zutreffend Jentsch, 190.

53] §4 Nr.4 lit.d VerfO.

54] Wie Anm.53.

55] Kritisch auch Bruns/Rodrian, 438, Erl.4.d] zu §4 VerfO; Leistner, Insiderrecht, 207; Schwark, BörsG, 541 N3.

56] Vgl. §3 IHR und [beinahe identisch] §2 HBR i.V.m. §4 Nr.4 lit.a und b VerfO.

57] A.M. wohl Schwark, BörsG, 510 N1.

rechte der Kommission bei Beschluss zur Durchführung eines Vorermittlungsverfahrens⁵⁸. Strenggenommen wäre es der Prüfungskommission damit in jeder späteren Verfahrensphase verwehrt, vom Betroffenen unter Umgehung der Untersuchenden eigene Auskünfte einzuholen⁵⁹. Dies müsste besonders dann als unnötiges Hindernis verzeichnet werden, wenn sie vor ihrer förmlichen Entscheidung und nach Wahrung des rechtlichen Gehörs des Betroffenen von dem ihr zustehenden Beweisergänzungsrecht⁶⁰ Gebrauch machen will. Speziell für solche mit dem Sinn und Zweck der Verfahrensordnung kaum zu vereinbarende und auch die Interessenlage des Betroffenen nicht begünstigende Situationen erscheint eine ausdehnende Interpretation des Auskunftrechts statthaft.

Fehlt oder schwindet die Kooperationsbereitschaft des Auskunftspflichtigen, muss in den Insider-Regeln vergeblich nach geeigneten rechtlichen Druckmitteln gesucht werden. Im besonderen wurde es mangels einer ausdrücklichen Vorschrift als unzulässig erachtet, auf den säumigen Betroffenen durch eine zivilrechtliche Klage einzuwirken, deren Urteil gemäss den Vorschriften über die Vollstreckung unvertretbarer Handlungen zu vollstrecken wäre⁶¹. Angesichts dieses Regelungsdefizits muss sich die Prüfungskommission bei Verweigerung der Auskunft damit begnügen, festzustellen, dass der Betroffene seiner Pflicht nicht nachgekommen ist und mithin als Folge daraus ein Verstoß gegen die materiellen Bestimmungen nicht nachgewiesen werden kann. Immerhin dürfte den Betroffenen selbst aus dieser Feststellung eine erhebliche Trübung seines beruflichen Renommées erwarten⁶².

E. Entscheidung

1. Feststellung

Die förmliche Feststellung darüber, ob ein Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien resp. die Händler- und Beraterregeln vorliegt, nicht vorliegt oder nicht beweisbar

58] Vgl. §3 Nr.4 lit.c VerfO und Anm.4 der Verbände.

59] Dessen ungeachtet wandte sie sich offenbar schon im Fall Thyssen direkt an die betr. Gesellschaften und Einzelpersonen; als Spezifikum vermerkt von H. Coing in: Loss [Ed.], 63.

60] §5 Nr.1 VerfO.

61] Schwark, BörsG, 510 N1, unter Hinweis auf §888 ZPO. Neben den unstrittigen Vorteilen einer solchen Verfahrensmöglichkeit müsste indessen auch beachtet werden, dass bei ihrer Wahrnehmung erhebliche Verzögerungen des Prüfungsverfahrens drohen könnten.

62] Zutreffend G. Ernst, Die Insiderfrage - Aufgabe wirtschaftlicher Selbstverwaltung und Problem der Unternehmenstransparenz, in: Transparenzprobleme des Kapitalmarkts, Frankfurt a.M. 1977, 165, 163.

ist, ergeht nach Wahrung des rechtlichen Gehörs des Betroffenen⁶³ in freier Würdigung der Beweise⁶⁴. Vorbehältlich der in §5 Nr.7 der Verfahrensordnung statuierten Zwangspublikation⁶⁵ oder einer Einwilligung des Betroffenen⁶⁶ darf dieser erst- und letztinstanzliche Entscheid nur einem eng begrenzten und genau bezeichneten Interessentenkreis bekanntgegeben werden. Die unterrichteten Stellen sind zur vertraulichen Behandlung verpflichtet⁶⁷. Es erscheint müssig, erneut auf die Gegenläufigkeit der Interessen von Anlegerschaft und Betroffenen einzutreten⁶⁸. Im Vergleich zur Verfahrenseröffnung erweist sich hier das Bedürfnis nach überindividueller Orientierung gar als akzentuiert. Das Erfordernis einer quantitativ und qualitativ gehobenen, nach wie vor aber abstrakt gehaltenen Publizität kann daher kaum in Abrede gestellt werden. Inhalt der den Betroffenen nicht erkennbar machenden Kommissionsverlautbarungen wäre demnach die förmliche Feststellung, einschliesslich einer ausführlichen Darlegung der Entscheidungskomponenten, Verlautbarungsmittel neben der Tages- und Wirtschaftspresse auch einschlägige Periodika, Jahresberichte der betreffenden Effektenbörsen etc. Bescheidenere Kommunikationswege dürften demgegenüber am Ziel einer gewissen öffentlichen Erfolgskontrolle vorbeiführen.

Hinsichtlich der gerichtlichen Ueberprüfbarkeit der Kommissionsentscheidung wird die Auffassung vertreten, Ziel der Verfasser der Insider-Regeln sei es nicht gewesen, neues Recht zu setzen, sondern im Rahmen der Selbstverwaltung der Wirtschaft Regelungen auf freiwilliger Basis zu schaffen, um Insidermissbräuche zu unterbinden. Die ohnehin bestehenden rechtlichen Möglichkeiten zum Schutz vor unerlaubtem Ausnutzen von Insiderinformationen sollten nicht beeinträchtigt werden. Dementsprechend bestimmten §4 der Insiderhandels-Richtlinien, §6 der Händler- und Beraterregeln und §§2 Nr.3 und 3 Nr.5 der Verfahrensordnung, dass durch diese Regelungen das bestehende Recht nicht berührt wird, dass gerichtliche Entscheidungen den Feststellungen der Prüfungskommission vorgehen und dass solche Feststellungen gerichtliche Entscheidungen nicht präjudizieren. Deshalb könne auch die Feststellung der Kommission sowohl in sachlicher als auch in rechtlicher Hinsicht frei überprüft werden⁶⁹.

63] §5 Nr.1 VerfO: Recht auf Akteneinsicht, Stellungnahme und Gegenbeweis.

64] §6 Nr.1 VerfO.

65] Vgl. hinten 86f.

66] §5 Nr.6. Gem. Zahn, Aktienanleger, 118 wurde diese Bestimmung entgegen den Wünschen der Banken und Börsen verankert.

67] §§ Nrn.3 und 5 VerfO. Die Benachrichtigung des BMWi dient dabei lediglich der Ermittlung, inwieweit sich die Insider-Regeln bewähren; vgl. schon HB Nr.220 vom 16.11.70, 13 Kr., "Insider-Regelung an der Börse kann sofort praktiziert werden".

68] Vgl. vorne 81f.

69] Bruns/Rodrian, 438, Erl.4 zu §5 VerfO.

Dem ist in dieser allgemeinen Form nicht zuzustimmen. Abgesehen davon, dass die bestehenden rechtlichen Zugriffsmöglichkeiten in der Mehrzahl durch die Insider-Regeln gar nicht beeinträchtigt werden könnten, führen sie, was die Prophylaxe und Therapie von Insidermissbräuchen anbetrifft, theoretisch und praktisch erwiesenermassen ein Schattendasein, welches für die Errichtung der vorliegenden Freiwilligkeitslösung geradezu hauptursächlich war. Sinn und Zweck der Insider-Regeln ist es denn auch, die bestehende gesetzliche Enklave in privatwirtschaftlicher Eigeninitiative zu normieren und diesen Normen [zumindest partiell] durch ein fachkompetentes, dem Beweisnotstand entrücktes Gremium Nachdruck zu verleihen. Wenig wäre aber dazugewonnen, wollte man die Entscheidungen der Prüfungskommission einer unbeschränkten inhaltlichen Richtigkeitskontrolle aussetzen. Vielmehr wird in dieser Hinsicht davon auszugehen sein, dass die Parteien mit Abschluss des Schiedsgutachtervertrages im Umfange seiner Reichweite implizite und regelmässig auch den Prozessweg ausschalten⁷⁰. Gegenteilige Anhaltspunkte lassen selbst die vorerwähnten Regelbestimmungen nicht erkennen.

2. Zwangspublikation

Stellt die Prüfungskommission einen groben und folgeschweren Verstoß gegen die materiellen Verbotsnormen fest, kann sie ihre Entscheidung nach §5 Nr.7 VerfO auch ohne Einwilligung des Betroffenen an die Presse oder andere Publikationsorgane zur Bekanntmachung freigeben. Zuvor hat sie allerdings erhebliche Vorsichtsmassnahmen zu treffen. Beispielsweise muss der Publikationsbeschluss nach Anhörung des Betroffenen von einer einstimmigen Haltung der Kommissionsmitglieder getragen werden. Des weiteren darf die Publikation nicht vor Ablauf einer sechswöchigen Wartefrist seit Mitteilung des Beschlusses an den Betroffenen erfolgen, binnen welcher dieser aus rechtsstaatlichen Gründen auf Unterlassung klagen kann. Beide Bestimmungen widerspiegeln eine Zurückhaltung, die dem vorgängigen eklatanten Fehlverhalten des Insiders⁷¹ in keiner Weise zu entsprechen vermag.

70] Vgl. Schwark, BörsG, 545 N3 mit dem Hinweis, gegen offenbar unbillige Entscheidungen der Kommission stehe in analoger Anwendung der §§317ff BGB immerhin eine zivilrechtliche Klage offen. Wie bei der Errichtung des schweizerischen Lösungsmodells aufzuzeigen sein wird, existieren über den Mangel der offenbaren Unbilligkeit hinaus noch weitere, die Gültigkeit eines Schiedsgutachtens zerrüttende Anfechtungsmöglichkeiten; vgl. hinten 149f.

71] Kumulativ müssen vorliegen: 1. grober Verstoß, 2. erhebliche Folgen und 3. schwerwiegendes Verschulden. Zu letzterem Punkt kritisch mit dem Hinweis, dass es sonst bei der Feststellung von Verstößen gegen die materiellen Regeln auf ein Verschulden nicht ankomme, Schwark, BörsG, 543 N3.

Soweit jedoch beanstandet wird, die Prüfungskommission habe auf die persönlichen und beruflichen Belange des Betroffenen Rücksicht zu nehmen⁷², ist dem zweierlei entgegenzuhalten: Zum einen handelt es sich bei dieser Güterabwägung formell nicht um eine Voraussetzung für den Publikationsbeschluss. Zum andern wird die Bejahung eines überwiegenden Interesses an der Veröffentlichung bei Vorliegen sämtlicher Merkmale regelmässig keine Schwierigkeiten bereiten.

3. Kostenaufgabe

Bei einem ausgewiesenen Verstoß gegen die materiellen Regeln wird der Betroffene nach §5 Nr.2 VerfO gleichzeitig zum Ersatz der Verfahrenskosten verpflichtet. Diese Regelung bedarf in doppelter Hinsicht der Erweiterung: Lautet die förmliche Feststellung der Prüfungskommission dahin, dass ein Verstoß schlechthin nicht vorliegt oder aber nicht beweisbar ist, und hat der Betroffene den Gang des Prüfungsverfahrens durch missbräuchliche Handlungen oder Unterlassungen erschwert, wäre er zumindest im Rahmen der unnötigerweise angefallenen Kosten ausdrücklich zu entsprechendem Ersatz zu verpflichten. Erwachsen dem Betroffenen hingegen durch sein Verhalten nicht zu vertretende namhafte Kosten oder Umtriebe, wäre ihm billigkeitshalber ein angemessener Entschädigungsanspruch zuzuerkennen.

F. Kostenregelung

Die Regelung über die Kostenberechnung nach §7 VerfO ist als abschliessende zu verstehen⁷³. Für ausserhalb eines Prüfungsverfahrens entstehende Aufwendungen besteht demnach kein Umlagerecht⁷⁴. Würde nicht ein nennenswerter Anteil der Einrichtungs- und Bereithaltungskosten der Prüfungskommissionen von den Effektenbörsen getragen oder auferlegte man den Kommissionen für die Zukunft kostenträchtige verfahrensexterne Zusatzpflichten [beispielsweise zur Errichtung und Durchführung eines eigentlichen "stock watch program"], bedürfte auch dieser Kostenbereich einer Regelung. Nach der genannten Vorschrift besteht aber selbst für die Einleitung des Prüfungsverfahrens kein Honoraranspruch des Vorsitzenden⁷⁵. Angesichts der wachsenden

72] Renner, 128; ähnlich Wojtek, 35. Beide prognostizieren deshalb, diese Sanktion werde künftig kaum wesentliche Bedeutung erlangen.

73] Vgl. Bruns/Rodrian, 438, Erl.1 zu §7 VerfO.

74] Gem. Schwark, BörsG, 547 NI ist deshalb davon auszugehen, dass diese "sicherlich geringen Aufwendungen" durch die Beteiligten selbst gedeckt werden.

75] Die Tätigkeit der nur in eingeschränktem Masse amtierenden Beisitzer ist gem. §7 Nr.1 VerfO ohnehin unentgeltlich.

Bedeutung namentlich des offiziellen, mithin sehr arbeits- und zeitaufwendigen Vorermittlungsverfahrens erscheint eine derartige Einschränkung nicht mehr gerechtfertigt⁷⁶.

Die feingliedrigen Kostenumlage- und -vorschussmechanismen von §8 VerfO ergaben sich z.T. als notwendige Folge der gewählten Verfahrensherrschaft und könnten wohl nur durch eine stärkere Konzentration derselben in der Hand eines Verbandes gestraft werden.

76] Gl.M. wohl Bruns/Rodrian, 438, Erl.2 und 4 zu §7 VerfO.

§ 8 WUERDIGUNG

I. Allgemeine Beurteilung der Insider-Regeln

A. Ordnungspolitische Aspekte

Mangels aussagekräftiger Präzedenzfälle sind die Fronten in der ordnungspolitischen Grundsatzdiskussion über die Vor- und Nachteile einer privatvertraglichen Selbstregulierung seit der Revision kaum mehr in Bewegung geraten. Die ursprünglich vorgebrachten Argumente behalten demnach weiterhin ihre Gültigkeit¹:

Auf seiten der Gegnerschaft wird im wesentlichen die Ansicht vertreten, beim Insiderhandel gehe es nicht um ein Internum der beteiligten Wirtschaftskreise. Die Interessen aller Effektenmarktteilnehmer würden berührt und übergeordnete Ordnungsgesichtspunkte seien im Spiel². Eine Rechtsordnung, die der privaten Entfaltung im Wirtschaftsbereich breiten Raum lasse, indem sie Vertragsfreiheit garantiere, habe grundsätzlich auch für Chancengleichheit der Vertragspartner, d.h. der Anleger-schaft, zu sorgen. "Nicht zuletzt aus rechtsstaatlichen Gründen" sei eine Gesetzes-lösung geboten³.

Die Befürworter einer Selbstregulierung geben demgegenüber zu bedenken, die moralische Bindungskraft sei stärker als Gesetzeszwang. Jede Insiderregelung, die nicht auf eine unerträgliche Behinderung der Wirtschaftstätigkeit hinauslaufe, habe mit Lücken zu rechnen. Bei einer freiwilligen Regelung erweise sich aber ein Regelungsdefizit als weniger gravierend, da es nicht dem ihr zugrundeliegenden Prinzip kaufmännischen Wohlverhaltens entspreche, sich auf Lückenhaftigkeit zu berufen. Ein weiterer Vorteil der Selbstregulierung liege in ihrer Flexibilität. Schneller und schmiegsamer als jede Gesetzeslösung lasse sie sich neuen Entwicklungstendenzen im Wirtschaftsleben anpassen. Schliesslich vermöge sich eine im Rahmen der Selbstverwaltung der Wirtschaft geschaffene Regelung automatisch als gerichtlich anerkannter Handelsbrauch zu etablieren und insoweit gesetzesähnliche Wirkung zu entfalten⁴.

1] Für eine ausführliche Gegenüberstellung vgl. aus neuester Zeit Jenckel, 105f und Mülhaupt, 25ff.

2] Statt vieler Horn, 394.

3] Samm, 153. Nur am Rande sei erwähnt, dass der Ruf nach dem Gesetzgeber zeitlich mit einer beinahe weltweiten Konsolidierung der Sekundärmärkte übereinstimmt.

4] Allen voran Jentsch, 186; ähnlich Degner, Börsennovelle, 369 und J. Zahn, Probleme und Reform der deutschen Börsen, AG 1975, 174; sehr detailliert und fundiert Ernst, 156ff.

Beiden schützenswerten Argumentationen ist gemeinsam, dass sie auf die Grundfrage "Gesetzeslösung statt Ehrenkodex?" reduzierbar sind. Dies erklärt auch die weitgehend polarisierte Haltung. Zusätzliche Fragen mit zeitlicher Komponente wie etwa "Gesetzeslösung nach Ehrenkodex?" oder "Gesetzeslösung nebst Ehrenkodex?" werden nur selten aufgeworfen, obwohl sie das Verständnis für die ursprüngliche sowie die novellierte deutsche Lösung in funktionaler Hinsicht heben könnten. Im Bereich der möglichen Regelungsabfolge [Ehrenkodex - börsenrechtliche Regulierung - zivilrechtliche Behelfe - verwaltungsrechtliche Eingriffe - Kriminalstrafen] genießen die Insider-Regeln das Privileg, die Stufenfolge einzuhalten, ohne die Verwirklichung gesetzlicher Alternativen oder Zusätze zu behindern. Sie stellen eine mit dem "Prinzip der Subsidiarität staatlichen Handelns"⁵ zu vereinbarende Initial-, keineswegs aber auch eine Minimallösung dar, die aufgrund der ausdrücklichen Verpflichtungserklärungen zur Herausbildung eines verbreiteten Unrechtsbewusstseins in besonderem Masse geeignet erscheint⁶. Soll eine gesetzliche Insiderregelung ab initio vom Volkswillen getragen werden, bedarf es zunächst dieses Fundaments, das bislang bestenfalls in der Wissenschaft genügend Konsistenz erreicht hat⁷. Selbst hier herrschen indessen weitgehend diametrale Auffassungen hinsichtlich des allgemeinen Gesetzesrahmens. Sie sind oftmals Ausdruck einer noch im Gange befindlichen macht- und ordnungspolitischen Auseinandersetzung um die Grundstrukturen der Kapitalgesellschaften und darüber hinaus des Kapitalmarktes, die das Auffinden und die Zuordnung einer sachgerechteren Lösung vorderhand generell in Frage stellt⁸. Bis zur Beilegung dieser Auseinandersetzung leisten die Insider-Regeln bei vorausgesetzter stringenter Handhabung wertvolle Dienste.

5] Gem. Ulmer, Rechtspolitische Probleme, 626 wird diesem Prinzip "unter dem Eindruck des sprunghaft steigenden Finanzbedarfs der öffentlichen Hände neuerdings zu Recht wieder erhöhte Bedeutung beigemessen"; allgemeiner ders., Die freiwillige Selbstkontrolle in Wirtschaft und Presse, WRP 1975, 549, m.w.H. auf die Befürworter und Gegner einer verfassungsrechtlichen Geltung dieses Prinzips [ibid. Anm.8].

6] A.M. Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 19.

7] Letzteres bekräftigt selbst Fellmann, 98: "Ein allgemeines Unrechtsbewusstsein als notwendige Basis für eine Regelung der Insiderproblematik fehlt jedenfalls weitgehend" [Hervorhebung durch d. Verf.]. Der Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 24 schliesst deshalb auch nicht aus, dass der Verbotsdurchsetzung in der Anfangszeit nur ein beschränkter Erfolg beschieden sein könnte.

8] Treffend Coing, Company Insiders, 123. Mit Bezug auf die Selbstverwaltungseinrichtungen der Wirtschaft allgemeiner Schwark, Anlegerschutz, 238: "Sie können ... dazu dienen, Materien, die für eine gesetzliche Regelung aufgrund mangelnder tatsächlicher Erfahrungen oder dogmatischer Durchdringung noch nicht reif sind, vorläufig im Interesse der Anleger zu verrechtlichen".

B. Konzeptionelle Aspekte

Die Insider-Regeln basieren auf freiwilliger Selbstverpflichtung. Freilich fehlt daher jeder über einen "Ueberredungsdirigismus" der Verbände hinausreichende, rechtliche Zwang zur Erfassung bislang unterzeichnungsunwilliger Gesellschaften⁹. Diese konzeptionelle Schwachstelle des deutschen Regelwerkes begegnet zwar grundlegenden Bedenken. Sie werden jedoch in der Praxis durch folgenden Ausgleichseffekt zusehends entkräftet: Auf den Effektenmärkten wird -für die Anlegerschaft erkennbar- differenziert zwischen Papieren von Signatar- und solchen von Nicht-Signatargesellschaften. Damit gleichbedeutend wird kategorisiert in Handelsware erster und Handelsware zweiter Qualität. Als Folge davon konzentriert sich das Interesse der Käuferschaft tendenziell auf die erste Kategorie¹⁰, bei der die Chancen nachteiliger Insider-Kurssprünge als geringer einzustufen sind. In Zeiten steigenden Finanzbedarfs mit einhergehender erhöhter Beanspruchung des Primärmarktes dürfte sich dies zum Nachteil der Nicht-Signatargesellschaften [unterdotierte Eigenkapitalausstattung] auswirken. Der Zwang zur Gefolgschaft tritt somit auf faktischem, mittelbarem Weg auf.

Auch im unternehmensinternen Bereich sucht man vergeblich nach rechtlichen Repressalien für unterwerfungsunwillige Insider. Anders als im Aussenbereich der Signatargesellschaft fehlt indes selbst den mittelbaren Druckmitteln die notwendige Kraft. Bei gesamthaft reger Nachfrage nach dem Produktivfaktor Arbeit diktiert hauptsächlich der Anzustellende die Bedingungen. Eine automatische und folgenreiche Klassifikation nach Loyalitätsgraden spielt hier in nur untergeordnetem Masse. Was demnach übrigbleibt, ist zur Hauptsache moralischer Druck.

C. Systematische Aspekte

Hinsichtlich ihrer Systematik erleiden die Insider-Regeln zum ersten folgenden, durch eine neuerliche und vollumfängliche Revision allerdings korrigierbaren Durchbruch: Die Händler- und Beraterregeln normieren -von einer falschen Prämisse ausgehend- eine Materie, die den Rahmen der Insiderproblematik sprengt. Es mag zwar zutreffen, dass ihr abstraktes Ziel, das Vertrauen des Publikums in die Wertpapieranlage zu stärken, mit demjenigen des gesamten Regelungskomplexes übereinstimmt. Inkongruenzen ergeben sich jedoch bei einem Vergleich der konkreten Ziele.

9] Schwark, Anlegerschutz, 232.

10] Zu den entsprechenden Beobachtungen vgl. vorne 45.

Während die Insider-Regeln ihrer Bezeichnung entsprechend die für die Insiderproblematik typische missbräuchliche Ausnutzung nicht allgemein zugänglicher Informationen unterbinden wollen, verbieten die Händler- und Beraterregeln von eigenen Interessen diktierte Manipulationstechniken bei der Beratung und/oder Abwicklung und treffen damit gerade jenes Segment des Interessenkonfliktes zwischen Kunde und Kreditinstitut resp. Anlageberater, das einer anderen Anlegerschutzproblematik zuzuordnen wäre. Das andere, für eine Insiderregelung eigentlich problematische Segment, die nicht zuletzt durch das Universalbankensystem ermöglichte Verwertung unternehmensfremder Vorausinformationen, wird hingegen von diesen Sachnormen höchstens am Rande berührt und findet auch im Bereich der Insiderhandels-Richtlinien keine allumfassende Regelung¹¹. Die entstandene Inkonsistenz der Insider-Regeln wäre nur durch einen ersatzlosen Wegfall der im wesentlichen deklaratorisch wirkenden Händler- und Beraterregeln zu beseitigen. Demgegenüber kann hier die weitläufige Frage, ob die Insiderhandels-Richtlinien durch geeignete Sondervorschriften für Kreditinstitute und Anlageberater zu ergänzen wären, nicht näher erörtert werden¹². Generelle Beratungsverbote dürften jedenfalls -abgesehen von ihrer praktisch zweifelhaften Nützlichkeit- auf erhebliche Anerkennungsschwierigkeiten stossen.

Zum zweiten bedingt die starre Trennlinie zwischen den materiellen und den formellen Bestimmungen der Insider-Regeln zahlreiche Querverweise und Wiederholungen. Diese Erscheinung wird auf die unterschiedliche Urheberchaft und -damit verbunden- die zeitlich gestaffelte Verabschiedung des materiellen und formellen Teils der Erstfassung zurückzuführen sein. Sie könnte mit einer sachgerechten Kombination aller [nur] den Insiderkomplex betreffenden Normen zu einem homogenen Regelwerk korrigiert werden.

II. Wirkungsgrenzen der Insider-Regeln im einzelnen

Die optimistische Grundhaltung bei der Untersuchung der materiellen und formellen Insidernormen soll nicht darüber hinwegtäuschen, dass zuweilen mit spezifischen Wirkungsgrenzen zu rechnen ist, die trotz extensiver Auslegungs-, Ausbau- und Umgestaltungsvorschläge nicht überschritten werden können und gewissermassen als Preis für die private Selbstregulierung hingenommen werden müssen. Ihnen gilt die nachfolgende summarische Betrachtung.

11) Vgl. insbes. die Ausnahmebestimmung für Kreditinstitute vorne 59.

12) Sondervorschriften betr. Kreditinstitute enthält z.B. der Gesetzesvorschlag des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht, §§14-20.

A. Insiderhandels-Richtlinien

Der personelle Geltungsbereich der Richtlinien ist typischerweise beschränkt. Er erstreckt sich auch nach einer maximalen Dehnung bloss auf jene Personen[gruppen], die mit der aus der Anerkennungserklärung verpflichteten Gesellschaft unmittelbar oder mittelbar in beruflicher oder geschäftlicher Verbindung stehen, und vermag demnach nicht schlechthin jede im Besitz von Insiderinformationen befindliche Person zu erfassen. Insbesondere die nächsten Verwandten des Insiders müssen ausgeklammert bleiben.

Aufgrund seiner begrifflichen Weite umschliesst das Insiderhandels-Verbot die überwiegende Mehrzahl missbräuchlicher Praktiken, einschliesslich der Strohmanggeschäfte und in gewissem Umfange auch der Tip-Weitergabe. In diesem Zusammenhang wurde festgestellt und unter ordnungspolitischen Gesichtspunkten problematisiert, die Richtlinien untersagten ein Tun, den Abschluss von Börsengeschäften, erfassten aber nicht das Unterlassen eines Kaufs oder Verkaufs, welches ohne Zweifel auch eine Ausnutzung von Insiderinformationen ermögliche¹³. Soweit dieser Hinweis als Mittel zur Illustration einer allein der deutschen Insiderregelung immanenten Normierungslücke verstanden werden soll, ist dem entgegenzuhalten, dass an dieser Stelle die Wirkungsgrenze jeder Insiderregelung erreicht wird¹⁴. Die Pönalisierung einer Unterlassung ermangelt nicht zuletzt der Praktikabilität.

Im Sanktionsbereich der Richtlinien zeigen sie die Regelungsgrenzen demgegenüber mit aller Deutlichkeit. Die Entreicherungsvorschrift wirkt im optimalsten Fall zugunsten benachteiligter Anleger oder unbeteiligter Dritter, ohne auf der Gegenseite die ausserhalb des definierten Insider- bzw. Emittentenkreises stehenden Profiteure in Pflicht nehmen zu können. Die in der Verbotsnorm statuierten "Geschäfte ... zum Vorteil Dritter" bleiben mit Bezug auf die Gewinnabführung grossteils ohne rechtliche Konsequenz.

B. Händler- und Beraterregeln

Die Normierungsgrenzen der Händler- und Beraterregeln ergeben sich in erster Linie aus den einschlägigen Vorschriften des Gesetzes sowie aus den von Lehre und

13] Samm, 152.

14] Im Ergebnis gl.M. Volk, 15 mit der lakonischen Feststellung, das "Verbot, privilegiertes Wissen auszunutzen, ...[sei] notwendigerweise asymmetrisch"; vgl. auch Hopt/Will, 173; Mettler, 106f.

Rechtsprechung entwickelten Grundsätzen. Zu typischen Insider-Sondervorschriften für Kreditinstitute und Anlageberater umgestaltet, müssten ihre Grenzen aus nahe-
liegenden Gründen mit denjenigen der Insiderhandels-Richtlinien übereinstimmen.

C. Verfahrensordnung

Die Tätigkeit der Prüfungskommission und der von ihr mit den Ermittlungen beauftragten Stellen beruht durchwegs auf nicht-hoheitlicher Ermächtigungsgrundlage. Selbst eine organisationsrechtliche Stabilisierung könnte nicht verhindern, dass den betroffenen Insidern und ihnen gleichgestellten Bankangehörigen jener kleine Rest an Dispositionsfreiheit verbleibt, der dem ganzen Verfahren eine gewisse Unsicherheit verleiht. Wird zur ultima ratio, zur Auflösung des Grundverhältnisses geschritten, kann das Prüfungsverfahren auch über den Eröffnungsbeschluss hinaus bis zur Kommissionsentscheidung blockiert werden. Eine gewisse Schranke ergibt sich dabei allerdings aus den gesetzlich, statutarisch bzw. vertraglich zu beobachtenden Auflösungsfristen.

Die Auskunftsrechte der Untersuchungsgremien stehen realistischerweise unter dem ständigen Vorbehalt der Kooperationsbereitschaft des Pflichtigen. Auch mit einer weitgehenden Dehnung und effizienten Handhabung dieser Rechte könnte freilich die Mitwirkung aussenstehender Dritter nicht erzwungen werden.

Ueber der Publikation des Untersuchungsergebnisses oder früherer Verfahrensschritte schwebt schliesslich durchwegs das Damoklesschwert einer Persönlichkeitsverletzung des Betroffenen.

III. Zwischenergebnis

Im europäischen Vergleich präsentieren sich die deutschen Insider-Regeln als in sich geschlossenes, elastisches und verhältnismässiges Selbstverwaltungsinstrument der Wirtschaft. Auch die novellierte Fassung weist zwar noch immer eine Vielzahl mehr oder minder beachtlicher Schwachstellen auf. Der hiegegen erhobenen, allzuoft pauschalen Kritik kann indessen einzig mit Bezug auf die limitierten Geltungs- und Verwirklichungsmechanismen der Regelung beigeppflichtet werden. In allen übrigen Fällen wird generell verkannt, dass die Grenzen der Regelungskapazität noch keineswegs erreicht sind. Interessante Erweiterungs- und Aenderungsansätze ergeben sich sowohl im formellen als auch im materiellen Bereich. Mit ihrer Realisierung könnte bei entsprechender Ausgestaltung selbst den allseits als vorrangig eingestuften Individual-

schutzansprüchen der Anlegerschaft entsprochen werden. Desgleichen könnte mit sachgerechten und massvollen Publizitätsvorschriften der fehlende Öffentlichkeitsbezug hergestellt und die Präventivwirkung der Regelung in erheblichem Masse verstärkt werden. Wie die Untersuchung gezeigt hat, sind weitere Verbesserungsmöglichkeiten in stattlicher Zahl vorhanden.

In Würdigung sämtlicher Aspekte ist die Insiderregelung der BRD im gegenwärtigen Diskussionsstadium als zur Zeit tauglichster Kompromiss zwischen der Skylla eines gänzlichen Regelungsdefizits und der Charybdis eines perfektionistischen, staatlicher Ueberwachung und Exekution unterstehenden Lösungsmodells zu betrachten.

Dritter Teil

LOESUNGSVORSCHLAG FÜR DIE SCHWEIZ

Der Entscheid über die Eignung der deutschen Insiderregelung als Rezeptionsmodell für die Schweiz wurde namentlich im Umfeld der ordnungspolitischen Würdigung ansatzweise bereits präjudiziert. Die dort gewonnenen Erkenntnisse befreien jedoch in keiner Weise von einer unabhängigen Erkundung des national optimalen Regelungsrahmens. Dies ist das Ziel der anschliessenden Ausführungen [§ 9]. Ihnen folgt ein ganzheitliches Gefüge materieller sowie formeller Regelungskomponenten [§§ 10 bis 13], welches schliesslich in einen ausformulierten Lösungsvorschlag mündet [§ 14].

§ 9 DIE BESTIMMUNG DES REGULUNGSRAHMENS

I. Strafrecht

In der Schweiz zeichnete sich schon im Frühstadium der wissenschaftlichen Diskussion über die Insiderproblematik ein zusehends deutlicher werdender Trend zur Errichtung einer Strafnorm ab¹. Dabei gilt offenbar als gesichertes Erkenntnis, dass das Insidergeschäft in die Kategorie der Wirtschaftsdelikte einzuordnen ist². Entlang dieser Linie erfolgte auch auf politischer Ebene die Stellungnahme auf einen bereits im Jahre 1974 eingebrachten Individualvorstoss³, der gegenwärtig auf Bundesebene weiterbehandelt wird. Konkrete Ergebnisse der laufenden strafrechtlichen Revisionsbemühungen sind, was die Insiderproblematik anbetrifft, offiziell noch nicht erkennbar. Die kaum vermeidliche Wartezeit, welche durch Interdependenzprobleme mit gleichläufigen Rechtsetzungsarbeiten erneut verlängert werden könnte⁴, bietet im

- 1] Die entsprechenden Voten stammen in chronologischer Reihenfolge vor allem von Forstmoser, Effektenhandel, 57ff; Brunner, Insider-Transaktionen, 181ff; Forstmoser, Strafrechtliche Erfassung, 19ff; darauf aufbauend Kramis, 70ff; neuerdings Fellmann, 309ff.
- 2] Symptomatisch Koch, 128: "Es liegt ausser jedem Zweifel, dass es sich bei den Insidergeschäften auf dem Effektenmarkt um sogenannte Wirtschaftsdelikte handelt"; Kramis, 12: "...typisches Wirtschaftsdelikt...". Diese Gewissheit erstaunt schon deshalb etwas, weil in der Lehre über die Wirtschaftskriminalität keineswegs mit einheitlichen und definitiven Begriffsbestimmungen operiert wird. Auf die Relativität bisheriger Erklärungs- und Definitionsversuche verweisen etwa M. Schubarth, Sind die sogenannten Wirtschaftsdelikte wirklich ein Problem?, ZStR 1974, 384ff und aus neuester Zeit Schmid, Banken, 1ff.
- 3] Am 1.4.74 überwies der Zürcher Kantonsrat dem Regierungsrat eine von H.-G. Lüchinger eingereichte Motion als Postulat Nr.1563 mit der Einladung, "Bericht und Antrag darüber zu erstatten, durch welche freiwilligen, kantonalen oder eidgenössischen Normen die Erzielung ungerechtfertigter Gewinne durch Ausnützung vertraulicher Insiderinformationen im Effektenhandel in Zukunft verhindert werden kann und soll." Gestützt auf ein speziell zu diesem Zwecke angefertigtes Expertengutachten folgte am 13.10.76 die regierungsrätliche Stellungnahme, derzufolge "die missbräuchliche Verwendung vertraulicher, nicht allgemein zugänglicher Informationen im börslichen, vor- oder ausserbörslichen Effektenhandel durch Schaffung einer bundesrechtlichen Norm unter Strafe zu stellen [sei]"; für Details vgl. den ausführlichen Bericht im Zürcher Amtsblatt 1976 [29.10.76], 1481ff, insbes. 1488f Ziff.9; für die Reaktionen in der Presse vgl. etwa NZZ Nr.254 vom 29.10.76, 21 [Fdr., "Regierungsrätliche Stellungnahme zur Insiderproblematik"] und SHZ Nr.45 vom 4.11.76, 7 [U., "Insidern geht es an den Kragen"]. Nachdem der Regierungsrat mit einem entsprechenden Begehren zwischenzeitlich bei den zuständigen eidgenössischen Departementen vorstellig geworden war, konnte das Postulat Nr.1563 im Zürcher Kantonsrat am 7.2.77 als erledigt abgeschrieben werden; vgl. den Verhandlungsbericht in NZZ Nr.32 vom 8.2.77, 41f, sowie TA vom 8.2.77, 15 [wm., "Gegen Insider-Transaktionen wird jetzt vorgegangen"] oder etwa FuW Nr.11 vom 9.2.77, 2 ["Prof. Künzi über Insider und 'Gentlemen'"].
- 4] Gem. Schmid, Banken, 239 und M. Schubarth, Vom Vermögensstrafrecht zum Wirtschaftsstrafrecht, SJZ 1979, 186 erhielten die Expertenkommission für die Revision des Strafgesetzbuches und die Arbeitsgruppe für die Ueberprüfung des Aktienrechts vom Bundesrat den Auftrag, ihre Arbeiten betr. die Eindämmung von Insidermissbräuchen entsprechend zu koordinieren.

folgenden Anlass zur Auffrischung der zentralen, manchenorts indes nur am Rande bejahten Frage, ob bzw. inwiefern eine strafrechtliche Lösung den an sie zu stellenden Grundanforderungen überhaupt gerecht zu werden vermöchte.

Zwingende, heute allerdings zunehmend konturloser werdende Schranke für staatliche Eingriffe in die Rechte der Bürger bildet das auch vom Bundesgericht als Teil des ungeschriebenen Verfassungsrechts anerkannte⁵, in sämtlichen Gebieten des öffentlichen Rechts für massgeblich erklärte⁶ und sowohl für die Rechtsanwendung als auch für die Rechtsetzung geltende⁷ Proportionalitätsprinzip. Uebertragen auf die Kriminalisierung "wirtschaftsdevianten" Verhaltens⁸ als dem "intentionell schärfsten staatlichen Mittel" bedeutet dies: "Kriminalstrafe muss für die Bekämpfung von Wirtschaftskriminalität geeignet und in dem Sinne erforderlich sein, dass andere, weniger beeinträchtigende Mittel zur Bekämpfung des von der Wirtschaftsrechtsnorm abweichenden Verhaltens nicht ausreichen; es muss ein Bedürfnis nach Anwendung von Kriminalstrafe nachgewiesen sein"⁹.

A. Eignung einer Insiderstrafnorm

Die Eignung einer Strafnorm zur Eindämmung von Insidermissbräuchen wächst mit zunehmender Stringenz und entsprechendem hoheitlichem Durchgriff. Zielkonform wäre in letzter Konsequenz eine materiellrechtlich und organisatorisch perfektionistische Lösung. Dass damit nicht nur die Bindung der Legislative an das Prinzip der Oekonomie¹⁰ gelöst, sondern auch der im Gange befindlichen Kriminalstrafrechtshypertrophie zusätzlich Vorschub geleistet würde, bedarf keiner Erläuterung. Von einer derart "optimalen" Regelung wurde bislang denn auch explizite Abstand genommen¹¹. Angesichts dessen erhebt sich nun die delikate Frage, welches Minimal-

5] BGE 96 I 242, 94 I 496.

6] BGE 94 I 397.

7] BGE 96 I 242.

8] Ausdruck von K.-D. Opp, Soziologie der Wirtschaftskriminalität, München 1975, 24f, der darunter auch die Insidergeschäfte subsumiert. Problematisch erscheint m.E. lediglich die automatische Gleichstellung des Begriffes der "Wirtschaftsdevianz" mit demjenigen der "Wirtschaftsdelinquenz" [ibid. 47].

9] K. Tiedemann, Welche strafrechtlichen Mittel empfehlen sich für eine wirksamere Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität?, Gutachten für den 49. Deutschen Juristentag, Bd.1, Teil C, München 1972, C33.

10] Ausführlicher dazu P. Noll, Referat M20ff in: Sitzungsberichte des 49. Deutschen Juristentages [Thema vgl. Anm.9], Bd.2, München 1972, M24f.

11] Allen voran Forstmoser, Effektenhandel, 54.

kriterium erfüllt sein muss, um die generalpräventive Funktion der Norm zu schaffen und aufrechtzuerhalten. Offenbar scheint man sich dahingehend geeinigt zu haben, dass die Ahndung des gravierend[st]en Falles dieser Funktion genügt; die Abgrenzung zur Bagatelldat erfolgt mehrheitlich über die Brücke der Insiderinformation¹². Die dadurch entstehende, entgegen des vielleicht erweckten Eindrucks nicht freiwillig gewählte und nach unten nicht für allemal abgesicherte Trennlinie bewirkt einen scharfen Kontrast zwischen dem Bereich des Strafbaren und dem des Erlaubten¹³. Soweit dieser Kontrast ausschliesslich durch die Gerichte präzisiert würde, bestünden -abgesehen von einer temporären Rechtsunsicherheit unter den Normadressaten- keine Bedenken. Problematischer erscheint hingegen, dass bereits den Strafuntersuchungsbehörden ein überdimensionierter Ermessensspielraum zugestanden werden muss, welcher der Öffentlichkeitkontrolle nur bedingt unterliegt.

Gegen diese Befürchtung liesse sich einwenden, die Praxis treffe gewissermassen selbst eine Vorselektion, indem ohnehin nur die stossenden Insiderfälle zu einer Strafuntersuchung [und zur anschliessenden Anklageerhebung] führten¹⁴. Damit wäre die Ermessensfreiheit der Untersuchungsinstanz zwar automatisch und beidseitig beschnitten. Ein derartiges Vertrauen in die Mechanismen der Praxis, insbesondere auch in die journalistische Recherchiertätigkeit, erscheint jedoch gefährlich. Es kapituliert schon im Vorfeld der strafrechtlichen Erfassung vor den Unterschieden zwischen praktisch "aufsehererregenden" und juristisch "stossenden" Fällen und könnte letztlich zu Schauprozessen gegen ungeschickt operierende Insider führen, während die geschickteren, ebenso lukrativen Transaktionen weiterhin ungeahndet blieben. Sollen Rechtsungleichheiten vermieden werden, sind an das Wie der Aufdeckung hohe Anforderungen zu stellen: Jede allgemein zugängliche und kurswertrelevante Nachricht müsste bis zu ihrem Ursprung zurückverfolgt werden. Reine Marktfaktoren wären -soweit überhaupt quantifizierbar- auszuklammern. Jeder ex post tatsächlich oder bloss buchmässig "bereicherte" Transaktionspartner dieses Zeitraumes müsste unabhängig von seiner Unternehmensnähe in die Untersuchung miteinbezogen werden, sofern das Tipping mitkriminalisiert werden soll. Dieses nur beispielhaft gemeinte

12] Vgl. Forstmoser, Strafrechtliche Erfassung, 20; Kramis, 68. Im Ergebnis wohl gl.M., aber mit anderer Abgrenzung, Brunner, Insider-Transaktionen, 181f.

13] Mit differenzierterer Ausgangslage, aber gleichem Resultat, Volk, 14; zutreffend seine Befürchtung, jede Negativentscheidung, die unter dem Aspekt des Schutzzwecks der Norm nicht unmittelbar einleuchte, paralysiere die Geltungskraft der Norm.

14] Realistisch etwa Forstmoser, Strafrechtliche Erfassung, 20.

und beliebig erweiterbare Pflichtenheft resultiert aus verfassungsrechtlicher Notwendigkeit und könnte nach vorliegender Auffassung nur durch eine Spezialbehörde ausländischen Musters erfüllt werden¹⁵. Unter dieser Voraussetzung wäre die Eignung einer Insiderstrafnorm zu bejahen. Gegenwärtig ist indessen zu bezweifeln, dass sich die Obergrenze des finanzpolitisch Realisierbaren mit der Untergrenze des kriminalpolitisch Wünschbaren in Übereinstimmung bringen lässt.

B. Erforderlichkeit einer Insiderstrafnorm

Das Gebot der Erforderlichkeit kongruiert mit dem relativen Grundsatz der Subsidiarität des Strafrechts¹⁶: Die Strafe als einschneidendstes und äusserstes Mittel der Sozialpolitik soll erst dann eingesetzt werden, wenn ausserstrafrechtliche, mildere Massnahmen zur Erzielung des Erfolges, vorliegendenfalls der Eindämmung von Insidermissbräuchen, nicht ausreichen [ultima ratio].

Im ersten Teil dieser Arbeit wurde dargestellt, dass und weshalb das Insiderproblem mit den herkömmlichen Behelfen unserer Bundesrechtsordnung nicht in befriedigendem Masse gelöst werden kann¹⁷. Allein diese Erkenntnis berechtigt indes noch nicht zum Griff nach der Strafnorm. Zusätzlich müsste die mangelnde Zielkonformität und Zwecktauglichkeit milderer Alternativlösungen praktisch¹⁸ erwiesen sein. Dieser Nachweis kann für die Schweiz vorderhand nicht erbracht werden. Damit beruhen die Plädoyers zugunsten der härtesten Massnahme des Gesetzgebers nicht nur auf hypothetischen Erfahrungswerten, sondern laufen zugleich Gefahr, auf dem bislang unplanierten Gebiet der Wirtschaftskriminalität eine irreversible, aufgrund des strafrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatzes¹⁹ zwangsläufig fragmentarische Lösung zu befürworten, die die Startchancen einer Kriminalisierung weiterer wirtschaftsdevianter Vorgehensweisen erheblich schmälern könnte. Diese Hinweise sind zwar trivial, rechtfertigen jedoch nach der hier vertretenen Auffassung die Forderung nach einem schrittweisen Betreten juristischen Neulandes²⁰.

15] So der Ruf von Kramis, 67, der hinter den Einwänden gegen den Ausbau staatlicher Wirtschaftskontrolle allgemein und den Argumenten gegen eine Aufsichtsbehörde im speziellen offenbar "handfeste Interessen" entdeckt hat [ibid. 56]. Ähnlich U. Immenga, Öffentliche Uebnahmeangebote [Take over bids], SAG 1975, 95.

16] Davon zu unterscheiden ist der begrifflich weiterreichende, absolute Grundsatz der Subsidiarität staatlichen Eingreifens; dazu ausführlicher hinten 107f.

17] Vgl. vorne 12ff.

18] Vgl. auch Schubarth, Vermögensstrafrecht, 189.

19] Auf die wenig wünschenswerte Tendenz, diesen Grundsatz den komplexen Anforderungen des Wirtschaftsstrafrechts "anzupassen", verweist mit Beispielen Schubarth, Vermögensstrafrecht, 202f.

II. Bundeszivilrecht, insbesondere Aktienrecht

Soweit ersichtlich fehlen bislang konkrete Voten für eine rein zivilrechtliche Lösung des Insiderproblems. Zwar werden vertrags-, schadenersatz-, bereicherungs-, aktien- und/oder wertpapierrechtliche Primär- oder zumindest Sekundärbehelfe von keiner Seite vollends ausgeschlossen²¹. Der Grundtenor ist jedoch durchwegs skeptisch gestimmt, was sich auf die neuralgischen Punkte der Anonymität und weitgehenden Intransparenz des Effektenmarkts zurückführen lässt. Sie verhindern praktisch jede Identifizierung der Marktgegenseite. Gewichtige Probleme drohen insbesondere auch angesichts der Mauer des Bankgeheimnisses, der in gewissen Kantonen selbst der Zivilrichter machtlos gegenübersteht²². Diese Konstellation lässt freilich die Mehrzahl der Argumente zugunsten einer auf das Zivilrecht beschränkten einfachen Insiderregelung verblassen.

Soll dennoch der Versuch unternommen werden, eine aktienrechtliche, beispielsweise an den Bereich der zivilrechtlichen Verantwortlichkeit der Organe anknüpfende Basislösung zu skizzieren, muss zweierlei vorausgeschickt werden: Zum einen bewirkt der zum Aktienrecht herzustellende Bezug eine unumgängliche Beschränkung des Insiderkreises. Zum andern kann wohl kaum auf einen flankierenden strafrechtlichen Uebertretungstatbestand zur Durchsetzung der aktienrechtlichen Administrativmassnahmen verzichtet werden.

Nachdem ein generelles Transaktionsverbot für Insider auch hier als unverhältnismässig angesehen wird²³, könnte ein -unserer Zivilrechtsordnung bisher allerdings fremdes²⁴- System von Vorteilsabschöpfung und -verteilung folgenden Zuschnitts

20] Volk, 18 fordert vom Gesetzgeber, "...nach der Methode des 'trial and error' vorerst allein mit ausserstrafrechtlichen Mitteln auf den Plan zu treten. Unverhältnismässig grosser Schaden [sei] für den Fall des Irrtums nicht zu besorgen. In solcher Modellreinheit [habe] man die Gelegenheit, die Subsidiarität quasi im Test zu erproben, nicht alle Tage."

21] Vgl. Brunner, Insider-Transaktionen, 192f; Fellmann, 304f; Forstmoser, Effektenhandel, 59f; Kramis, 60ff.- Die Vorschläge für Publizitätsverbesserungen bleiben hier zunächst ausgeklammert; vgl. dazu eingehender hinten 124ff.

22] Vgl. Bodmer/Kleiner/Lutz, N33 zu Art.47 und die Aufstellung und Kategorisierung der kantonalen zivilprozessrechtlichen Bestimmungen bei Aubert/Kernen/Schönle, 85ff. Ausführlich auch H. U. Walder, Zur Berücksichtigung des Bankgeheimnisses im Zivilprozess, in FS M. Guldener, Zürich 1973, 351ff.

23] Ebenso schon Forstmoser, Effektenhandel, 61 Anm.171 mit dem Hinweis auf die heutige Tendenz, "durch Mitarbeiterbeteiligung in den verschiedensten Spielarten den Aktienbesitz von im Unternehmen Tätigen zu fördern, nicht ihn zu hemmen."

24] Vgl. Kramis, 60. Allein diese Tatsache sollte nicht abschrecken. Treffend die Warnung von Volk, 17: "Die Folge einer Stagnation des Zivilrechts wäre eine Inflation des Strafrechts."

vorgesehen werden: Unternehmensnahe Insider, insbesondere Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung sowie andere mit der Geschäftsführung befasste Personen einschliesslich aller Hilfspersonen, Revisoren und deren Hilfspersonen, Inhaber von namhaften Beteiligungen etc., wären dazu zu verpflichten, Vermögensvorrechte, die sie unter Ausnutzung nicht allgemein zugänglicher und kursrelevanter Informationen aus börslichen, vor- oder ausserbörslichen Geschäften mit Titeln der Gesellschaft erzielt haben, dieser zuzuführen. Eine zeitlich befristete, den Insider belastende, aber widerlegbare Rechtsvermutung²⁵ müsste zur Milderung des drohenden Beweisnotstandes mitverankert werden. Der abzuführende, notfalls durch die Gesellschaft oder -im Verweigerungsfalle- für ihre Rechnung durch jeden Aktionär, Partizipanten, Obligationär etc. gerichtlich geltendzumachende Betrag²⁶ wäre während eines bestimmten, überjährigen Zeitraumes der benachteiligten Anlegerschaft zur Verfügung zu stellen; subsidiär könnte er schliesslich der Gesellschaft selbst zufließen.

Diese Repressivmassnahme bedürfte eines geeigneten Begleit-, insbesondere Beweiserleichterungsinstrumentariums, das sich bei entsprechendem [Publizitäts-]Ausbau zu einem eigenständigen Präventivmittel umfunktionieren liesse: Im Mittelpunkt stünde eine etwa nach schwedischem Leitbild²⁷ zu errichtende, indes in das Aktienrecht einzufügende Meldepflicht für alle vorerwähnten Insider hinsichtlich des Besitzes, Erwerbs und der Veräusserung ihrer Titel. Das möglichst aktuelle²⁸ Register²⁹ wäre

25] Jene "blinde" Automatik der US-amerikanischen Sect.16 [b] des Securities Exchange Act 1934 ["crude rule of thumb"] ist im wesentlichen aus zwei Gründen abzulehnen: Einerseits zwingt sie mitunter auch unschuldige, von ihrem Informationsprivileg nicht Gebrauch machende Akteure zur Gewinnabführung, andererseits versagt sie gegenüber einem Insidergeschäft, dessen vollständige Abwicklung [bewusst] über die entscheidende Halbjahresfrist hinausgezogen wird; vgl. statt vieler Hopt/Will, 88; sehr kritisch etwa Klainguti, 64f.

26] Anreiz zur Klageerhebung durch letztere wäre sicherlich eine Aenderung des derzeit geltenden Anwaltskostenrechts zur Schaffung der aus den USA bekannten, schweizerischerseits allerdings verpönten Anwaltserfolgshonorare in Form der sog. "contingent fees". Für eine derartige Flankierungsmassnahme spricht sich neuerdings Fellmann, 304, 339f, 345 aus. Wenngleich damit die "Marktkräfte" für die Verfolgung von Insidertransaktionen mobilisiert werden könnten [Fellmann, *ibid.* 340], sprechen m.E. doch gewichtige Gründe gegen eine derartige Neuregelung. Zur Problematik des Erfolgshonorars konzis M. Guldener, Schweizerisches Zivilprozessrecht, 3. Aufl. Zürich 1979, 642 Anm.37 und ausführlich in rechtsvergleichender Untersuchung H. Gattiker, Das Erfolgshonorar des Anwalts: Chancengleichheit im rechtlichen Konflikt?, Diss. Zürich 1975.

27] Vgl. etwa G. Carsten, Das schwedische Insider-Recht, AG 1973, 305f.

28] Die Meldefristen ähnlicher Regelungen weichen im internationalen Vergleich erheblich voneinander ab; eine repräsentative Zusammenstellung bieten Hopt/Will, 82 Anm.99.

29] Vgl. andererseits den Vorschlag von Brunner, Insider-Transaktionen, 188, ein Dossier für jene laufende Geschäftsabwicklung anzulegen, die zu Insidertransaktionen Anlass geben könnte.

am Gesellschaftssitz zu führen und von der Revisionsstelle sporadisch zu prüfen. In Ergänzung der Meldepflicht müsste eine alternierende Umwandlungs- und Depotpflicht für Inhaberpapiere sowie blanko zedierte Namenpapiere statuiert werden³⁰.

Die vorstehende Skizze mag für die Feststellung ausreichen, dass sich im Arsenal aktienrechtlicher Waffen gegen Insiderpraktiken durchaus auch solche mit erfolgversprechender Durchschlagskraft befinden. Umgekehrt darf jedoch auch nicht verkannt werden, dass sich das Aktienrecht in der hier präsentierten Form gegenüber dem Strafrecht als nur geringfügig milderes Mittel erweisen würde. Dies wird noch dadurch unterstrichen, dass sich der ganze Komplex flankierender bzw. präventiver Verhaltenspflichten ununterbrochen an jeden -auch nicht deliktsgeneigten- Normadressaten wenden müsste, während das Strafrecht nur im Einzelfall bei nonkonformem Verhalten aktiv einsetzen könnte³¹. Diese Erkenntnisse verunsichern im gegenwärtigen Zeitpunkt einen klaren Entscheid zugunsten der aktienrechtlichen Variante und legen den Schluss nahe, die Suche nach alternativen, für eine Insiderregelung vielleicht sogar typischeren³² Ordnungsrahmen fortzusetzen.

III. Börsenrecht, insbesondere Kotierungsrecht

Die Gefolgschaft einer im Mittelpunkt stehenden börsenrechtlichen Regulierung der Insiderproblematik ist bis heute klein geblieben³³. Hauptursache für die allgemeine Zurückhaltung dürfte die [wohl etwas vorschnelle] Kapitulation vor den räumlich, sachlich und personell beschränkten Zugriffsmöglichkeiten der einzelnen Börsenrechtsträger sein³⁴. Angesichts der nicht zu unterschätzenden Qualitäten börsenrechtlicher, namentlich kotierungsrechtlicher Insidermassnahmen³⁵ lohnt sich indes eine

30] Skeptisch gegenüber derartigen Administrativmassnahmen Forstmoser, Effektenhandel, 60.

31] Vgl. Volk, 16, insbes. Anm.57; genereller K. Tiedemann, Wirtschaftsstrafrecht und Wirtschaftskriminalität, Hamburg 1976, Bd.1, 79 m.w.H.

32] M.E. handelt es sich beim Insidermissbrauch nicht um ein aktienrechtstypisches Problem.

33] Vgl. die Vorschläge von Leibacher [zit. vorne §2 Anm.12], 46; M. Ungerer, Insider-Geschäfte in der Schweiz - eine offene Frage, AG 1973, 204f; als Komplement zu einer strafrechtlichen Lösung Mettler, 105ff.

34] Die Furcht vor Ausweichmanövern auf weniger reglementierte Börsenplätze schlägt insbes. bei Fellmann, 302 deutlich durch.

35] Mettler, 105: "Immerhin hätte eine kotierungsrechtliche Lösung zum entscheidenden Vorteil die Möglichkeit, ausserhalb der doktrinären Gebundenheit des Strafrechts Verhaltenspflichten aufzustellen und sanktionieren zu können, ohne dass ein personaler Unrechtsgehalt gegeben zu sein braucht. Zudem würde sie die Anlegerschutzfunktion der Zulassungsbestimmungen in erwünschter Weise ausdehnen und den Gefahren einer Wertverminderung getätigter Anlagen durch Insider-Missbräuche entgegenwirken. Letztlich würden so die Bestrebungen um ein publikumsfreundliches Börsenklima wirksam unterstützt."

Weiterverfolgung des vorgezeichneten primären Lösungsansatzes. Aussicht auf Erfolg hätte lediglich eine national koordinierte Revision der verschiedenen Börsenreglemente, zumal dem Postulat eines eidgenössischen Effektenhandels- bzw. Börsengesetzes³⁶ bisher noch nicht entsprochen wurde³⁷ und dahingehende Gesetzgebungsarbeiten sicherlich mehrere Jahre in Anspruch nehmen würden. Der entscheidende Impuls müsste von der Vereinigung Schweizerischer Effektenbörsen ausgehen. Er wäre nicht nur statutenkonform³⁸, sondern könnte sich nahtlos in das Bild der schon seit längerer Zeit zu beobachtenden interbörslichen Vereinheitlichungsbestrebungen³⁹ einfügen. Für die unselbstständigen öffentlich-rechtlichen Anstalten von Zürich, Basel und Genf stünde er allerdings unter dem Vorbehalt regierungs- bzw. staatsrätlicher Genehmigung⁴⁰.

Anders als bei einer aktienrechtlichen Insiderregelung müsste das Schwergewicht bei einer kotierungsrechtlichen Konstruktion in den Funktionsbereich der Prävention vorverlegt werden. Ausbauwürdig und -fähig erscheint damit der von anderer Seite erhobene Vorschlag zur Einrichtung einer "Voranzeigepflicht gegenüber der Börse

36] Vgl. H.-D. Vontobel, Kritische Betrachtungen zum Recht der schweizerischen Effektenbörse, Diss. Zürich 1971, 152ff.; E. Wirz, Effektenbörsen und Firmenpublizität, Diss. Zürich 1969, 38ff. Für die Bestückung mit Insidervorschriften insbes. Ch. von Greyerz, Der Schutz der Minderheit in der Aktiengesellschaft de lege ferenda, SJZ 1976, 62. Die Auseinandersetzungen um ein derartiges Bundesgesetz reichen gar bis ins vorige Jahrhundert zurück; zu den div. Vorstössen vgl. H. Gericke, Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961, 169ff.

37] Es erheben sich Zweifel, ob einem solchen Begehren in naher Zukunft überhaupt stattgegeben wird. In eine ähnliche Richtung weisende Vorstösse zum Erlass eines Gesetzes über die Börsenspekulation resp. zu einer Ergänzung des BaG betr. die Eindämmung gewisser Praktiken bei der Vermittlung von Warentermingeschäften [!] wurden auf Bundesebene vor kurzem jedenfalls zurückgewiesen; vgl. den Verhandlungsbericht in NZZ Nr.281 vom 2.12.80, 35.

38] Vgl. auch Ungerer, 204. §3 der Statuten lautet: "Zweck der Vereinigung ist die Zusammenarbeit unter den Effektenbörsen der Schweiz zur Wahrung und Förderung ihrer gemeinsamen Interessen sowie zur Lösung gemeinsamer Aufgaben auf dem Gebiete des Börsenwesens,... . Die Vereinigung kann auch die Wahrung der Interessen der Wertpapierbesitzer übernehmen, eventuell in Verbindung mit anderen Schutzorganisationen"; vollständiger Abdr. im Handbuch der Basler Effektenbörse, Ausg. 1971, 81ff.

39] Beispiele nennt Vontobel, 103.

40] Die für eine Aenderung der Kotierungsreglemente massgeblichen Kompetenzausscheidungsnormen sind §11 des Zürcher Gesetzes betreffend den gewerbmässigen Verkehr mit Wertpapieren vom 22.12.1912 [rev. Fassung vom 3.12.1922]; §17 II [i.V.m. §23 lit.a) des Basler Gesetzes über den Wertpapierhandel und die Effektenbörse vom 17.2.1944; Art.15 des Loi sur la Bourse de Genève vom 20.12.1856 i.V.m. Art.70 [Subdelegation] des Règlement de la Bourse de Genève vom 2.9.1930 [Neufassung vom 27.8.1980].- Die Börsen von Bern, Lausanne, Neuenburg und St.Gallen gehören demgegenüber dem privaten Bereich an und geniessen somit umfassende Satzungsautonomie; vgl. etwa Wirz, 28. Dasselbe galt für die Bündner Effektenbörse in Chur, bevor sie im Jahre 1971 durch Organbeschluss aufgehoben wurde.

mit Bezug auf voraussichtlich kursbeeinflussende Informationen"⁴¹. Diese Informationen wären in einem exemplifikativen Katalog zu umschreiben. Sie müssten unverzüglich nach ihrer Entstehung -auch in provisorischem Zustand- an eine zentrale, zur Geheimhaltung verpflichtete⁴² Stelle gemeldet und fortlaufend aktualisiert werden. Darüber hinaus hätte die Anzeige fallspezifisch die Namen sämtlicher vororientierter Personen zu enthalten⁴³. Der späteren Sachverhaltsaufklärung zwar dienlich, aufgrund beschränkter Zugriffsmöglichkeiten jedoch nur teilweise realisierbar wäre auch die Verankerung einer mit der Erstanzeige einsetzenden Pflicht jener Personen zur Meldung jeder Veränderung ihres Titelbestandes.

Die Effizienz dieser Anzeigepflichten könnte durch entsprechende Publizitätsmassnahmen und die Ausschliessung zugelassener Papiere vom Börsenhandel⁴⁴ als äusserster, allseits bereits bestehender Eingriffsmöglichkeit⁴⁵ gesichert werden. Letzterenfalls müsste indes eingehend geprüft werden, ob die Gefährdung des Publikums einen derartigen Schritt als gerechtfertigt erscheinen lässt, ob insbesondere das Schutzinteresse potentieller Wertpapiererwerber am Wegfall der Börsenhandelsfähigkeit dasjenige der bestehenden Wertpapierbesitzer überwiegt.

Bei entsprechender Ausgestaltung und Handhabung resultierten aus diesem Lösungsmodell zwei wünschbare Nebeneffekte: Einerseits erlangten die Börsenorgane rechtzeitige und zuverlässige Daten für einen allfälligen Entscheid zur Sistierung des Handels⁴⁶ und/oder zur ersatzweise vorzunehmenden Publikation jener Informationen,

41] Mettler, 106, unter Hinweis auf eine ähnliche, im "Yellow Book" der Londoner Stock Exchange, "Admission of Securities to Listing", ch.2, Note 18 statuierte Regelung. Kritisch zu einem solchen System Ernst, 149.

42] Das Risiko einer Marktverfälschung oder irreführenden Unterrichtung des Publikums könnte dadurch ausgeschlossen werden; ebenda Mettler.

43] Ebenda Mettler.

44] Dazu ausführlicher Schwark, BörsG, 271f N22 ["...contrarius actus zur Zulassung mit Wirkung ex nunc .."].

45] §12 Zürcher KR vom 30.7.1975; §11 Basler KR vom 11.12.1944; Genfer KR vom 29.5.1980. Art.10 Berner KR vom 7.3.1980; Art.6 Lausanner Reglement vom 20.11.1979; Art.19 Neuenburger Reglement vom 3.10.1975; Ziff.9 St.Galler Reglement vom 21.11.1933.

46] Vgl. insbes. §10 III Basler KR: "Der Börsenkommission steht die Befugnis zu, auf Antrag des Vorstandes der Börsenkammer den Handel und die Kotierung eines Wertpapiers auf eine bestimmte Zeitdauer zu sistieren, wenn ausserordentliche Umstände dies im Interesse des Publikums und eines geregelten Börsenverkehrs als geboten erscheinen lassen" [Hervorhebung durch d. Verf.]; ähnlich §11 Zürcher KR und Art.10 Genfer KR; enger Art.10 Berner KR. Von einer solchen Möglichkeit wurde z.B. im Zusammenhang mit der Bilanzsanierung der Schweiz. Hypotheken- und Handelsbank in Solothurn seitens der Zürcher Börse -allerdings mit beschränktem Erfolg- Gebrauch gemacht; NZZ Nr.171 vom 24./25.7.76, 13 [Fdr., "Wider die 'leichtfüssige Börsen-Guerilla'"] und NZZ Nr.176 vom 30.7.76, 13 [Nf., "Ohnmacht der Kleinaktionäre"]. Die Wirkungsgrenzen dieser Massnahme nennen unmissverständlich Forstmoser,

für welche die Geheimhaltung in der Unternehmenssphäre nicht mehr vollumfänglich zu gewährleisten ist. Andererseits könnte die Ausgangsposition der benachteiligten Marktgegenseite für die herkömmlichen oder ggf. neu zu errichtenden Zivilrechtsbehelfe in nennenswertem Masse verbessert werden.

Immerhin müsste sich auch eine kotierungsrechtliche Insiderregelung [mit zunächst hypothetischem Erfolg] recht erheblicher Einschnitte in die bestehende Wirtschaftsordnung bedienen⁴⁷. Sie sollte daher alternativ oder kumulativ erst bei erwiesener Unzulänglichkeit milderer, in erster Linie für den Verletzungsfall zu projektierender Massnahmen eingesetzt werden.

IV. Privatvertragliche Selbstregulierung

Aehnlich wie in der BRD existiert auch hiezulande vornehmlich auf seiten der Praxis ein starker Gegenpol zu den Promotoren strafrechtlicher Insidermassnahmen⁴⁸. Wenngleich elaborierte Vorschläge für eine Freiwilligkeitslösung fehlen und selbst die Motive ihrer Befürworter nicht den gewünschten Konsistenzgrad erreichen, zeichnen sich deutliche Parallelen zur deutschen Konstruktions- und Argumentationslinie ab.

[Forts. Anm.46]

Effektenhandel, 62 m.w.H., H. R. Rahn, "Gentlemen's Agreement gegen Insider-Geschäfte", SHZ Nr.34 vom 25.8.77, 5 [ibid. zwei Beispiele für erfolgreich angeordnete Sistierungen]; ders., Der Schutz des Anlegers an der Börse, WuR 1978, 145; Vontobel [Pressefundstelle zit. vorne §2 Anm.8]. Auf die "automatische Warnfunktion" und ihre Folgen verweist demgegenüber ausführlich Ernst, 152f.

47] Die summarische Wertung der aktienrechtlichen Flankierungsbestimmungen [vgl. vorne 103] kann für den vorliegenden Fall übernommen werden.

48] Der Ruf nach einem Gentlemen's Agreement datiert bis in die Anfänge der Diskussion um mögliche Lösungen zurück. Vgl. in zeitlich geordneter Reihenfolge die Anregungen von Portmann [zit. vorne §1 Anm.3]; H. Apt [H.A.], "Fusionen und strapazierte Aktionärsinteressen", NZZ Nr.133 vom 21.3.71, 17; H. Stockmann, Zum Problem der Gleichbehandlung der Aktionäre, in FS W. F. Bürgi, Zürich 1971, 403 Anm.25; F. Schmitz, "Eine Lösung der Insider-Problematik ist dringlich" [Interview], SHZ Nr.50 vom 13.12.73, 3; Vontobel [zit. vorne §2 Anm.8], 9/11; div. Bankenvertreter anlässlich einer SHZ-Diskussion mit dem Thema "Insider: Gibt es bessere als strafrechtliche Lösungen?", SHZ Nr.46 vom 11.11.76, 7/11; Rahn, [zit.vorne Anm.46], 5/7; ders., Schutz des Anlegers, 145. Erwähnenswert auch der Jahresbericht 1970 der Basler Effektenbörse, "Verwertung von Insider-Informationen", 15, wo eine Regelung in Anlehnung an den britischen "City Code on Take-overs and Mergers" von 1968 angeregt wurde [Abdr. der Rules 5-7 und 30 bei Hopt/Will, M-80; zur Fassung von 1972 vgl. statt vieler J. Bärmann, Take-overs in "freiwilliger Selbstkontrolle?", in FS H. Bartholomeyczik, Berlin 1973, 1ff, und G. Leistner, Rechtsprobleme des 'Insider-Dealing' in Grossbritannien, AG 1974, 352f; zur Fassung 1976 vgl. etwa Jenckel, 76ff]; gem. einer Mitteilung der Basler Börsenkammer an d. Verf. vom 21.1.81 konnte diesem Ansatz in der Folge allerdings nicht zum Durchbruch verholfen werden.

Letztere wird durch den regelmässigen wiederkehrenden Hinweis auf die Harmonie eines Ehrenkodexes mit den systematischen und institutionellen Gepflogenheiten der Schweiz noch verlängert. Diese Begründung mag manchen zunächst allzu traditionalistisch erscheinen. Hinter ihr verbirgt sich jedoch der absolut wirkende und dogmatisch eigenständige Grundsatz der Subsidiarität staatlichen Eingreifens, wonach staatliche Freiheitsbeschränkungen zur Verwirklichung von Gemeinwohlaufgaben erst dann zulässig sind, wenn die Einzelnen bzw. die kleineren sozialen Einheiten nicht befähigt sind, sich die zur Gewährleistung des Gemeinwohls erforderlichen Selbstbeschränkungen aufzuerlegen⁴⁹. "Es ist -richtig verstanden- nicht nur Schranke für staatliches Handeln, sondern Triebfeder für verantwortungsbewusstes Verhalten des Bürgers, das die staatliche Intervention wenn immer möglich entbehrlich machen soll"⁵⁰. Auf einen spezifischeren und inversen Nenner gebracht schwindet somit die Legitimität gesetzgeberischen Einschreitens, falls sich Anzeichen für die Fähigkeit zur Selbstdisziplinierung erkennen lassen. Dabei muss allemal unterstellt werden, dass die Eindämmung missbräuchlicher Insiderpraktiken nicht nur positive Auswirkungen auf das Allgemeinwohl zeitigen kann, sondern zur Wahrung desselben geradezu als Gebot anzusehen ist.

Die Fähigkeit zur Selbstdisziplinierung besitzt ihrerseits zunächst eine subjektbezogene Komponente. Danach ist eine zur Bewältigung der konkreten Gemeinwohlaufgabe gerade noch in der Lage befindliche, intermediäre Ordnungseinheit zu bestimmen, die nach oben den allein auf Notwendigkeit gegründeten Interventionsstaat zurückdrängt und nach unten den versagenden Individuen [Insidern] stellvertretungshalber gegenübertritt⁵¹. Getreu der deutschen Regelung könnte diese Position auch

49] Vgl. W. F. Hotz, Zur Notwendigkeit und Verhältnismässigkeit von Grundrechtseingriffen, Diss. Zürich 1977, 49f; J. Isensee, Subsidiaritätsprinzip und Verfassungsrecht, Berlin 1968, 72; P. Saladin, Grundrechte im Wandel, Bern 1970, 357f; A. Wallenstätter, Das Subsidiaritätsprinzip und die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zu den Grundrechten, Diss. Würzburg 1979, 16ff; U. Zimmerli, Der Grundsatz der Verhältnismässigkeit im öffentlichen Recht, [Diss. Bern] Basel 1978, 15. Unter diesem Aspekt würde auch P. Forstmoser einer [halb-] freiwilligen Insiderregelung grundsätzlich den Vorzug geben; vgl. seinen Beitrag "Kampf gegen Insidermissbräuche - gesetzliche Lösung eines moralischen Problems" in SHZ Nr.39a vom 24.9.76, 9.

50] Zimmerli, 15f.- Inhaltlich zutreffend, aber etwas missverständlich Iiedemann, Strafrechtliche Mittel, C36, wonach "...gerade angesichts der grundsätzlichen Subsidiarität des Strafrechts [gemeint ist wohl die Subsidiarität staatlichen Eingreifens; Anm. d. Verf.] und des Vorranges der Prävention vor der Repression die grundsätzliche Forderung nach stärkerer Selbstüberwachung der Wirtschaft erhoben und beachtet werden [sollte]" [Hervorhebung im Orig.].

51] Diese Aufgabe trägt schon der zu beherzigenden Warnung von A.-F. Utz, Formen und Grenzen des Subsidiaritätsprinzips, in Slg. Politeia der Universität Fribourg, Bd.IX, Heidelberg 1956, 82 Rechnung: "Die Organisationsmüdigkeit, die heute bei vielen die soziale Initiative lähmt und alles dem Staat anheimstellt, muss als Resignation oder Nachlässigkeit bewertet werden. Die Flucht in den Staat ist eine Flucht vor der eigenen Verantwortung. Dies bedeutet aber Untergang des wahren Gemeinwohls, Vermassung im Sinne rein äusserer Institutionen."

schweizerischerseits durch einen Zusammenschluss und ein abgestimmtes Zusammenwirken der Verbände⁵² eingenommen werden. Aktuellen Anstoss zur Mobilisierung privater Kräfte dürfte allein schon das Wissen um die pendenten Legiferierungsbemühungen⁵³ bieten.

Die objektbezogene Komponente der Fähigkeit zur Selbstdisziplinierung bedingt sodann, dass die zur eigeninitiativen Erfüllung der Gemeinwohlaufgabe erforderlichen Mittel und "Mitglieder" zur Verfügung stehen. Damit sind die Grundvoraussetzungen vorgezeichnet: Es muss eine klare und durchsetzbare Regelung anvisiert werden. Die Frage nach der konkreten Ausgestaltung braucht hier noch nicht näher erörtert zu werden. Ausserdem muss eine breite Gefolgschaft von Regelungsadressaten gewährleistet sein. Die ermutigenden empirischen Kennziffern aus der BRD⁵⁴ sowie die Erwartung, dass von seiten der Arbeitnehmervertreter mit vergleichsweise schwacher Opposition gerechnet werden könnte⁵⁵, dürften als positive Indizien zu werten sein.

Mangels gesicherter Erfahrungswerte⁵⁶ wird die Suche nach Anhaltspunkten für die Selbstdisziplinierungsfähigkeit freilich in den virtuellen Bereich abgedrängt. Umgekehrt mussten bislang auch die Gegner einer auf privater Selbstverpflichtung basierenden Primärregelung den Beweis schuldig bleiben, dass die dem Staat nachgeordneten Einheiten, deren Zuständigkeit vermutet wird⁵⁷, zur Lösung des Problems unfähig sind⁵⁸. Diese Pattsituation ermahnt jedoch zur Vorsicht und rechtfertigt nach vorliegender Auffassung den Ruf nach einer Vorstufe zu staatlicher Normierung⁵⁹, die erst bei schlüssig nachgewiesener Ineffizienz abgelöst resp. zu Korrelat einer Gesetzesbestimmung umfunktioniert werden sollte. Für eine derartige Vorstufe wird im folgenden das theoretische Fundament bereitgestellt.

52] Abstrakt Isensee, 114: "Sie [die Verbände] heben den gesellschaftlichen Atomismus auf. Sie nehmen in notwendiger Ergänzung dem Individuum Aufgaben seiner Daseinsbewältigung ab. Als Kristallisationskerne individueller Interessen schaffen sie eine Durchgangszone zwischen dem atomisierten Einzelwohl und dem Gemeinwohl und bilden eine vermittelnde Stufe der Integration"; ausführlich auch H. Lessmann, Die öffentlichen Aufgaben und Funktionen privatrechtlicher Wirtschaftsverbände, Köln/Berlin/Bonn/München 1976, 133ff.

53] Vgl. vorne 97, insbes. Anm.3f.

54] Vgl. vorne 45.

55] Vgl. demgegenüber vorne §4 Anm.55.

56] A.M., aber o.Begr., Fellmann, 300 Anm.2.

57] Vgl. Wallenstätter, 25 und dort zit. Lit.

58] Symptomatisch Brunner, Insider-Transaktionen, 193: "An die wirksame Eindämmung von Insidergeschäften durch Gentlemen-Agreements ... glaube ich nicht" [Hervorhebung durch d. Verf.]; vgl. auch *ibid.* 180.

59] In diesem Sinne grundsätzlich zustimmend Forstmoser, Strafrechtliche Erfassung, 22.

§ 10 DIE ZENTRALEN INSIDERVORSCHRIFTEN

I. Insiderhandels-Verbot

Vorbehältlich der im Rechtssicherheitsinteresse der Normadressaten gesondert zu definierenden Kernbegriffe¹ bedarf das Insiderhandels-Verbot folgender Tatbestandselemente:

A. Insidergeschäft

Der Kreis der Insidergeschäfte ist weit zu ziehen. Ort und Art dürfen angesichts der Umgehungsgefahr keine Rolle spielen. Erfasst werden sollen demnach alle innerhalb und ausserhalb einer Effektenbörse getätigten Kassa- sowie Termingeschäfte genereller und spezieller Form².

Das Insidergeschäft muss durch den Insider selbst oder einen von ihm hiezu veranlassten Dritten abgeschlossen worden sein. Letzteres setzt auf seiten des Insiders Vorsatz und eine bestimmte Aktivität, das Hervorrufen des Handlungsentschlusses [Korrumperung] beim Aussenstehenden, voraus. Wie den Ausführungen zu den Insiderhandels-Richtlinien zu entnehmen ist, bereitet -insbesondere für den Fall der Tip-Weitergabe- die Interpretation des Begriffes "abschliessen lassen" nicht geringe Schwierigkeiten³. Selbst wenn die eigene Prüfung und Entscheidung des Dritten den Zusammenhang zwischen der erforderlichen Einflussnahme des Insiders und der erfolgten Effektentransaktion zu unterbrechen vermag⁴ und damit eine grobe Untergrenze für den Erfassungsbereich der Verbotsnorm determiniert wurde, verbleibt realistischerweise eine breite Grauzone zwischen Erlaubtem und Verbotenem, die der Klarheit und Rechtssicherheit halber eliminiert werden sollte. Diesem Wunsch kann durch die Errichtung eines entsprechenden Auffangtatbestandes entgegengekommen werden⁵.

1] Vgl. hinten 112ff.

2] Zum Begriff des Termingeschäfts, einschliesslich seiner besonderen Formen, ausführlich E. Albisetti/M. Gsell, Bankgeschäfte, 1. Aufl. Zürich 1979, 209ff; ebenso schon W. T. Müller, Das Differenzgeschäft im Rahmen der Börsentermingeschäfte, [Diss. Bern] Arlesheim 1941, 18ff.

3] Vgl. vorne 55f.

4] In diesem Sinne Bruns/Rodrian, 436, Erl.32 zu §1 IHR und Schwark, BörsG, 500 N2.

5] Vgl. hinten 111.

B. Grund des Geschäfts

Zwischen der nicht allgemein verwertbaren Information und der Initiative zum Geschäftsabschluss soll jene streng zu handhabende Kausalität hergestellt werden⁶, die dem Insider im Einzelfall den Einwand offenhält,

- er habe seine Entscheidung trotz privilegierten Wissens allein in Auswertung allgemein zugänglichen Datenmaterials getroffen⁷,
- persönliche Liquiditätsschwierigkeiten hätten ihn zum Verkauf der Insiderpapiere gezwungen⁸,
- er habe wohl in Kenntnis der Insiderinformation, primär aber aufgrund der Weisung eines Dritten gehandelt⁹,
- seine Dispositionen hätten sich als Folge schon früher errichteter, langfristiger und sinnvoller Unternehmenspläne und nicht aus kurzfristig-spekulativen Überlegungen ergeben¹⁰ oder
- es habe sich bei der Transaktion in erster Linie um die Erfüllung eines Bankkundenauftrags resp. die Ausführung des sonstigen üblichen Effektenhandels der Bank gehandelt¹¹.

Jedes dieser beispielhaft erwähnten "kausalitätsdurchbrechenden" Elemente bedarf jeweils sorgfältiger Ermittlung und Gewichtung.

C. Eigen- und Drittverteil

Das Insidergeschäft muss auf die Erzielung eines Vorteils gerichtet sein. In welcher Gestalt der Vorteil konkret anfällt [materiell, immateriell], soll für die Feststellung eines Verstosses gegen das Insiderhandels-Verbot schon deshalb entscheidungsirrelevant bleiben, weil sich das Schutzbedürfnis des ausserstehenden Investors auf dessen Gesamt-

6] Nach der Ansicht von Volck, 9 reduziert sich die "vermeintliche Beziehung zwischen Grund und Folge" lediglich auf einen zeitlichen Zusammenhang.

7] Vgl. Kramis, 79. Dieser wohl nur selten akzeptable Einwand dürfte erst bei namhaften Verbesserungen der Unternehmenspublizität etwas an Gewicht gewinnen.

8] Für einen Fall aus der französischen Praxis vgl. etwa M. R. Will, Erste Strafurteile gegen Insider im französischen Wertpapierhandel, RIW/AWD 1976, 551 m.w.H.

9] Hier wird in aller Regel die Verantwortlichkeit des eigentlichen Initianten begründet sein; vgl. schon vorne 57, insbes. Anm.61.

10] Zur Trennlinie vgl. vorne 58f.

11] Ersteres entspricht z.T. dem freizustellenden weisungsgemässen Handeln, letzteres schon dem Sinn der Regelung, da das Publikum bei plötzlicher Marktabsenz der Bank Verdacht schöpfen könnte. Zur Ermittlung des "üblichen Masses" vgl. vorne 59f.

position erstreckt. Des weiteren soll für die grundsätzliche Verantwortlichkeit des Insiders auch unbeachtlich sein, welcher natürlichen oder juristischen Person der Vorteil letztlich zugeschoben wird, widrigenfalls der Umgehung geradezu Vorschub geleistet würde. Im Regelfall ist jedoch davon auszugehen, dass der Vorteil geldwerten Charakter einnimmt und dem eigenen Vermögen des Insiders zufließt.

II. Verbot der Tip-Weitergabe

Ziel des Verbots der Tip-Weitergabe ist die Erfassung jener Sachverhalte, die sich nicht mehr mit hinreichender Zuverlässigkeit unter den Tatbestand des Insiderhandelsverbots subsumieren lassen. Freilich werden damit die Grenzen zwischen den beiden Tatbeständen teilweise gegenseitig durchdrungen, indem gewisse Verhaltensweisen nach der einen oder andern Richtung beurteilt werden können. Die Nachteile tatbestandlichen Interferierens dürften indes allein schon durch die im Interesse des Normadressaten geforderte Rechtssicherheit aufgewogen werden: Ein nach unten klar abgegrenztes Gesamtverbot wird den Insider nicht im Ungewissen darüber lassen, ob er im konkreten Fall schon mit einer abstrakten Transaktionsempfehlung oder erst mit der Preisgabe aller für den Kaufs- bzw. Verkaufsentscheid relevanten Komponenten einer Insiderinformation an Dritte das interpretationsbedürftige Merkmal des "abschliessen lassens" erfüllt oder nicht.

Der normale Geschäftsverlauf soll durch dieses Komplementärverbot nicht über Gebühr gehemmt werden. Daher empfiehlt sich die Anmerkung eines [mithin deklaratorisch wirkenden] Vorbehalts zugunsten gesetzlicher, statutarischer und beruflicher Pflichten. Mit speziellem Bezug auf die Beratungstätigkeit gewisser Signatarbanken könnte dieser Vorbehalt zunächst Bedenken wecken. Darob darf jedoch zweierlei nicht ausser acht bleiben: Zum einen unterliegen alle in irgendeinem Gesellschafts- bzw. Arbeitsverhältnis zur Bank stehenden Personen der strafbewehrten Geheimhaltungspflicht von Art.47 BaG¹². Damit wird zweifellos wenigstens ein Teilbereich des Tipping abgedeckt. Zum andern stellt sich die Frage, ob die Verankerung eines generellen Empfehlungsverbots nach vorstehendem Muster im Ergebnis nicht an der Sache vorbeiziele¹³. So bestünde beispielsweise die Gefahr, dass ein abrupter

12] Dazu ausführlicher vorne 29f.

13] Ein absolutes Empfehlungsverbot bei der Effektenberatung durch Kreditinstitute sieht bekanntlich der Arbeitskreis Gesellschaftsrecht in §16 seiner Lösung vor. Danach wäre eine Ausnützung von Insiderinformationen bei der Kundenberatung selbst dann anzunehmen, "wenn der zuständige Anlageberater zwar selbst keine Informationen hat, aber an den Kunden eine Empfehlung weitergibt, die er von einem informierten Betriebsangehörigen, z.B. dem Leiter der Effektenabteilung, ohne Aufklärung über deren tatsächliche Grundlage erhalten hat"; ibid. 98.

Beratungsstopp in einem bestimmten Papier die Effektenkunden skeptisch stimmen könnte. Eingestellte und daher -namentlich bei laufenden Engagements- unvollständige Beratung wäre darüber hinaus wohl gleichzusetzen mit unrichtiger, letztlich sogar schädigender und zu Ersatz verpflichtender Beratung. Tauglicher als ein Eingriff in die Beratungsvorgänge der Bank erscheint nach dem Gesagten die Verwirklichung bankinterner prophylaktischer Flankierungsmassnahmen. Darauf wird noch einzutreten sein¹⁴.

III. Begriffe

A. Insider

Bei einem Ehrenkodex muss der Insider zur anerkennenden Gesellschaft in einem unmittelbaren oder mittelbaren Rechtsverhältnis stehen. Mit dieser systemimmanenten Schranke wird indes nicht zum vornherein verhindert, dass im wesentlichen alle Rechtssubjekte mit geringer Distanz zur Informationsquelle erfasst werden können.

Das Unterwerfungsverfahren verursacht [bei vorausgeschicktem Erfolg] namhaften, für jeden Unterwerfungspartner der anerkennenden Gesellschaft allerdings nur einmalig anfallenden administrativen Aufwand. Daher erscheint es angezeigt, den Insiderkreis auf jene Personen[gruppen] zu beschränken, die üblicherweise Kenntnis von Insiderinformationen zu erlangen pflegen. Dies soll einesteils unwiderlegbar vermutet, grösstenteils aber dem Ermessensentscheid der Gesellschaft anheimgestellt werden.

1. Organe der Gesellschaft

Der Organbegriff ist im Einklang mit der seit 1955 geradlinig verlaufenen bundesgerichtlichen Rechtsprechung¹⁵ weit zu fassen. Neben den gesetzlich notwendigen, den ausserordentlichen sowie gewissen fakultativen Organen wird danach auch jenen Personen oder Personengruppen Organqualität zuerkannt, "...qui, de par la situation qu'ils occupent dans l'affaire et les pouvoirs qui leur sont dévolus par les statuts ou les règles qui régissent l'organisation interne de l'affaire, participent effectivement

14] Vgl. hinten 131.

15] BGE 101 Ib 435f, 87 II 187, 81 II 227. Zur schwankenden Praxis des BGer., die mit BGE 20, 1122, d.h. noch vor dem Inkrafttreten des ZGB, ihren Anfang und mit BGE 72 II 65f ein Ende nahm, vgl. summarisch P. O. Gehriger, Faktische Organe im Gesellschaftsrecht, [Diss. St.Gallen] Zürich 1979, 11 und ausführlich P. Portmann, Organ und Hilfsperson im Haftpflichtrecht, Bern 1958, 26ff.

et d'une façon décisive à la formation de la volonté sociale"¹⁶. Allein mit diesem weiter gefassten Organbegriff, bei dem das Formalkriterium einer statutarischen oder reglementarischen Berufung hinter die Selbständigkeit korporativer Funktionsausübung als materiellem Gesichtspunkt zurücktritt, dürfte es vorliegendenfalls gelingen, den Kreis solcher Insider auch sachgerecht zu umgrenzen, die der vertraulichen Information im allgemeinen nicht nur sehr nahe stehen, sondern dieselbe oftmals selbst erzeugen.

2. Grossaktionäre

Der Grund, Grossaktionäre als Inhaber namhafterer Beteiligungspakete in teilweiser Ueberschneidung zum vorstehenden Insiderkreis¹⁷ gesondert in die Regelung mit einzubeziehen, besteht hauptsächlich darin, dass sie auch ohne unternehmerische Tätigkeit regelmässig über bevorstehende relevante Gesellschaftsaktivitäten unterrichtet werden. Dies wiederum erklärt sich im wesentlichen aus dem Bestreben der Unternehmensleitungen, allfälligen geschäftsschädigenden Abstimmungsniederlagen zuvorkommen¹⁸. Dass mit einer solchen Lösung gleichzeitig auch das gestörte aktienrechtliche Funktionenspiel¹⁹, insbesondere die verschobene und hinreichend problematisierte Beziehung Grossaktionär - Kleinaktionär, einer -freilich milden- Therapie unterzogen werden kann, ist als willkommener Nebeneffekt zu werten.

Hinsichtlich der entscheidenden Beteiligungsquote sollte nicht ohne Not vom etablierten internationalen Standard abgewichen werden. Er liegt vorbehältlich weniger Ausnahmen bei zehn Prozent²⁰. Diese Verhältniszahl dürfte angesichts der wohldotierten Grundkapitalien der in Frage kommenden Publikumsgesellschaften kaum als zu niedrig eingestuft werden²¹.

16] BGE 101 Ib 435f.

17] Vereintigt der Grossaktionär in seiner Person Kapitaleinsatz und persönliche Leistung zum Zwecke entscheidender Einflussnahme auf den Unternehmensgang, kann er als Unternehmeraktionär bezeichnet werden; vgl. P. Forstmoser/A. Meier-Hayoz, Einführung in das schweizerische Aktienrecht, Bern 1980, §3 N17. U. Aeppli, Rechtsprobleme bei der Vererbung von Grossaktionärstellungen, Diss. Zürich 1973, 8 definiert den Grossaktionär als "Aktionär, der auf Grund seiner organisatorisch [statutarisch], vertraglich oder faktisch bewirkten Vormachtstellung in der AG auf längere Zeit oder dauernd das Gesellschaftsleben und die Unternehmenspolitik beeinflussen kann und will".

18] Vgl. Bruns/Rodrian, 436, Erl.13 zu §2 IHR.

19] Ischäni, Funktionswandel, 87.

20] Vgl. Hopt/Will, 70.

21] Vgl. auch Herschsohn, Handel mit Aktien, 174.

3. Organe von Konzernunternehmen

Im Gegensatz zum deutschen Regelungsbeispiel kann eine schweizerische Lösung nicht auf einen gesetzlich verankerten "rechtstechnischen Sammelbegriff"²² für "verbundene Unternehmen"²³ Rückgriff nehmen. Dennoch besteht auch hierzulande ein Bedürfnis, gewisse gesellschaftsexterne, aber zu einer Unternehmensverbindung gehörende Personen in den Kodex miteinzubeziehen. Angesichts der stetig fortschreitenden und sich beschleunigenden Unternehmenskonzentration²⁴ dürfte sich dieses Bedürfnis noch verstärken.

Zunächst stellt sich in allgemeiner Weise die Frage, ob das deutsche Begriffssystem infolge seiner pionierhaften Stellung zur Rezeption geeignet erscheint. Auf der Suche nach einem schweizerischen Konzernrecht wurde dies bereits mit dem Hinweis verneint, jenes "in der Theorie vollkommen anmutende System", das der "traditionell dogmatisch-differenzierten Gesetzgebung der deutschen Jurisprudenz" entspreche, erweise sich "in der Realität des Wirtschaftslebens der Unternehmen infolge ihrer Komplexität als unüberschaubar und daher von zweifelhaftem praktischem Wert"²⁵. Nun kann es gerade nicht Sinn einer schweizerischen Insiderregelung sein, von einer künftigen Konzerngesetzgebung²⁶ erwartungsweise abweichende Begriffe aufzugreifen.

Ausgehend von der Notwendigkeit, den Kontrahenten dennoch eine [zumindest provisorische] Auslegung des Begriffs des "Konzernunternehmens" bereitzustellen, erhebt sich somit die weitere Frage, ob auf eine taugliche Rezeptionsalternative zurückgegriffen werden kann. Die an den Begriff selbst zu stellenden Anforderungen sind freilich hoch, müsste doch den Geboten der Eindeutigkeit, Praktikabilität und Effizienz

22] M. Zweifel, Holdinggesellschaft und Konzern, Diss. Zürich 1973, 149; ähnlich K. Tappolet, Schranken konzernmässiger Abhängigkeit im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1973, 7.

23] §15 AktG; vgl. vorne §5 Anm.3.

24] V. Emmerich/J. Sonnenschein, Konzernrecht, 2. Aufl. München 1977, 3f verstehen die Unternehmenskonzentration als Prozess, "der insbesondere durch den Zusammenschluss bisher selbständiger Unternehmen zu neuen Wirtschaftseinheiten zur Entstehung [relativ] immer grösserer Unternehmen und damit gleichzeitig zu einer Verringerung der Zahl selbstständiger Unternehmen auf einem bestimmten Markt oder überhaupt in der gesamten Volkswirtschaft führt".

25] Zweifel, Holdinggesellschaft, 170f; ders., Für ein schweizerisches Konzernrecht, SAG 1973, 26; gl.M. B. Slongo, Der Begriff der einheitlichen Leitung als Bestandteil des Konzernbegriffs, Diss. Zürich 1980, 178.

26] Die Frage einer Konzerngesetzgebung wird vom Bundesrat gegenwärtig überprüft [vgl. den Begleitbericht der eidg. Justizabteilung, Bern 1975, 11f], nachdem die Arbeitsgruppe für die Überprüfung des Aktienrechtes zu Recht erkannt hatte, dass die Ausarbeitung eines Konzernrechts ihren Aufgabenbereich sprengen würde [vgl. auch die widersprüchliche Haltung der Arbeitsgruppe im Zwischenbericht Rz.198].

entsprochen werden können. Sie scheinen im organischen Konzernregime des SE-Statuts²⁷, das mithin auch auf EG-externe Unternehmen ausstrahlen wird²⁸, eher vereint zu sein²⁹. Danach gilt der Konzerntatbestand als erfüllt, wenn ein herrschendes Unternehmen und eine oder mehrere abhängige Gesellschaften unter der einheitlichen Leitung³⁰ des herrschenden Unternehmens zusammengefasst sind [und eines dieser Unternehmen eine SE ist]. Die einzelnen Unternehmen werden diesfalls als Konzernunternehmen bezeichnet³¹. Der Tatbestand wird widerlegbar vermutet, sobald eine Gesellschaft von einem anderen Unternehmen beherrscht wird³². "Die Mittel der Beherrschung sind lediglich für das Vermutungssystem entscheidend"³³.

27] Vgl. die Hinweise vorne §4 Anm.38. Dazu ausführlich und statt vieler E. Gessler, Das Konzernrecht der S.E., in: Lutter [Hrsg.], Europäische Aktiengesellschaft, 275ff.

28] P. M. Storm, Statute of a Societas Europaea, in C.M.L.Rev. 1967/68, 285: "This is not only a logical consequence of the concept of a group of companies which by nature is not bound to national frontiers, but also necessary in order to avoid evasion of the provisions of this Chapter [Titel VII SSE; Anm. d. Verf.]".- Konkrete Zahlen zur Verflechtung gemeinschaftlicher mit schweizerischen Unternehmen nennt A. von Graffenried, Ueber die Notwendigkeit einer Konzerngesetzgebung, [Diss. Bern] Frankfurt a.M. 1976, 164 Anm.2 m.w.H.

29] Vgl. von Graffenried, 166; Slongo, 179.

30] Ueber die Unabdingbarkeit des Merkmals der "einheitlichen Leitung" scheint man sich schweizerischerseits einig zu sein; vgl. etwa M. Albers-Schönberg, Haftungsverhältnisse im Konzern, Diss. Zürich 1980, 8; Forstmoser/Meier-Mayoz, §44 N28; Tappolet, 5; Ischäni, Funktionswandel, 89, Zweifel, Holdinggesellschaft, 61, 63f. Gem. Slongo, 188, der diesen Begriff m.W. als erster auch nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten konkretisiert hat, besteht einheitliche Leitung -positiv ausgedrückt- dann, "wenn die abhängige Gesellschaft generell in die übergeordnete Konzernplanung einbezogen wird und zudem die Leitungsaufgaben in Form von Planung, Entscheidung, Anordnung und Kontrolle entweder in den Bereichen Beschaffung, Produktion oder Absatz in umfassender Weise zentral [d.h. durch die Konzernleitung] [mit]bestimmt werden und/oder im Finanzbereich durch die herrschende Gesellschaft zentral [mit]wahrgenommen werden. Beim Personalbereich spricht die Vermutung für eine einheitliche Leitung, wenn die Geschäftsführungsorgane der abhängigen Gesellschaft durch die herrschende Gesellschaft bestimmt werden und/oder die herrschende Gesellschaft ihren Einfluss über die Mehrheit im Verwaltungsrat der abhängigen Gesellschaft ausübt; insbesondere aber auch, wenn in den Leitungsgremien Personalunion vorkommt."

31] Art.223 Ziff.1 SSE.

32] Art.223 Ziff.2 i.V.m. Art.6 SSE. Gem. Art.6 sind "abhängige Unternehmen rechtlich selbständige Unternehmen, auf die ein anderes Unternehmen [herrschendes Unternehmen] unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluss ausüben kann" [Ziff.1]. Die Abhängigkeit eines Unternehmens wird unwiderleglich vermutet, wenn dem andern Unternehmen unmittelbar oder mittelbar die Möglichkeit zusteht, "a) über mehr als die Hälfte der Stimmrechte in dem andern Unternehmen zu verfügen" oder "b) mehr als die Hälfte der Mitglieder des Geschäftsführungs- oder Kontrollorgans des anderen Unternehmens zu bestellen" [Ziff.2]. Andererseits wird widerlegbar vermutet, "dass ein beherrschender Einfluss ausgeübt wird, wenn ein Unternehmen unmittelbar oder mittelbar an dem Kapital eines anderen Unternehmens mit Mehrheit beteiligt ist" [Ziff.3]. "Zu den dem herrschenden Unternehmen gehörenden Kapitalanteilen werden auch diejenigen Anteile gerechnet, die einem anderen für Rechnung des herrschenden Unternehmens selbst oder eines von diesem abhängigen Unternehmen gehören" [Ziff.4].

33] Ischäni, Funktionswandel, 173.

Dieser Konzernbegriff ist zwar gegenüber dem deutschen etwas verkürzt³⁴. Immerhin erfasst er jedoch den Haupttyp des schweizerischen Konzerns, den Subordinationskonzern³⁵, und dispensiert -die Wirtschaftsrealität widerspiegelnd- von der problematischen Differenzierung in faktische und Vertragskonzerne³⁶. Nennenswerte Einwände gegen seine [vorübergehende] Verwendung sind daher nicht zu erkennen.

Im Regelfall dürften die Organe von Konzernholdinggesellschaften umfassende, die Organe von Tochtergesellschaften hingegen nur beschränkte Kenntnis von Insiderinformationen erlangen³⁷. Die nähere Bestimmung des Insiderkreises sollte deshalb in unternehmensinterner Zuständigkeit vorgenommen werden.

4. Berater und andere Geschäftspartner

Technische, Rechts-, Finanz-, Steuer- und Unternehmensberater sowie Grosskunden und namhafte Lieferanten usw. können -wenn auch zumeist auf einem sachlich beschränkten Sektor- permanent oder punktuell mit einem umfassenden Datenkranz in Berührung kommen. Nicht selten sind vor allem die unternehmensexternen Experten aufgrund ihrer Objektivität zuverlässiger über entscheidende Veränderungen orientiert als die Führungsspitze³⁸.

In Anbetracht der quantitativen und qualitativen Vielzahl denkbarer Geschäftsverbindungen würde allerdings eine generelle Erfassung dieser natürlichen und juristischen Personen zu weit führen. Demnach sollte auch hier einzig jener Kreis zur Unterzeichnung der Wohlverhaltenspflichten angehalten werden, der erfahrungsgemäss Zutritt zu Insiderinformationen erlangt bzw. zur Ausübung der beruflichen oder geschäftlichen Tätigkeit gerade erlangen muss.

5. Banken

Die handels- und industrienähe Stellung schweizerischer Banken entspricht langjähriger Tradition. Nebst den personellen und finanziellen³⁹ Verflechtungen charakteri-

34] Skeptisch daher etwa H.-J. Mertens, Angleichung des Gesellschaftsrechts, europäische Handelsgesellschaft und europäischer Konzern, JR 1970, 325.

35] Vgl. Zweifel, Holdinggesellschaft, 78.

36] Vgl. Slongo, 179; kritisch van Ryn, 585.

37] Realistisch Schwark, BörsG, 505 N2.

38] Vgl. Hopt/Will, 77

39] Bedingt aussagekräftige Angaben finden sich im Jahresbericht 1979/80 der Schweizerischen Bankiervereinigung, 113: Einer Erhebung der Kartellkommission zufolge sind nur in drei von 50 betrachteten Fällen Banken zu mehr als 50% Eigentümer bankfremder Unternehmen, während das Hauptgewicht der Direktbeteiligungen in 42 Fällen unter einem Eigentums-Anteil von 20%

sieren sich ihre Kundenbeziehungen namentlich durch ein reichhaltiges Angebot von Kredit-, Zahlungsvermittlungs- und Effektenverkehrsgeschäften. Diese Beziehungen, die im Verhältnis des Publikumsunternehmens zu seiner Haus- bzw. Emissionsbank regelmässig sehr intensiv sind, lassen zugunsten der letzteren eo ipso einen breiten Informationsfluss entstehen, welcher sich, wie bereits dargelegt wurde⁴⁰, keineswegs bloss auf einen engen Kreis unternehmenspolitischer Massnahmen zu beziehen braucht. Ein grossflächiger Miteinbezug jener Institute als Untergruppe der vorstehend erwähnten Geschäftspartner erscheint somit unumgänglich. Abweichend vom deutschen Regelungsmodell, dessen Gewinnabführungsmechanismus einer unterschiedlichen Behandlung von Insidern und Kreditinstituten bedarf⁴¹, kann vorliegendenfalls auf die Konstruktion einer Gleichstellung verzichtet werden. Die Banken sind als Insider zu bezeichnen, selbst wenn ihnen in Einzelfällen ein gewisser Sonderstatus zuzuerkennen ist⁴². Die äussere Grenze ihrer Insiderstellung ergibt sich dabei aus ihrer Beziehung zu den Unternehmensteilen der Signatargesellschaft, was mit dem [untechnischen] Begriff der "Geschäftsverbindung" zum Ausdruck gebracht werden soll. Die innere Grenze ist ausschliesslich in bankeigener Regie hinter jenen Angehörigenreihen zu ziehen, die im Rahmen dieser Verbindung üblicherweise mit Insiderinformationen in Berührung kommen.

6. Angestellte

Dem Bedürfnis nach Rechtssicherheit könnte zweifellos in hohem Masse entsprochen werden, indem sämtliche Angestellten der Signatargesellschaften, Grossaktionäre, Konzernunternehmen etc. in die Regelung miteinbezogen würden. Die Zahl der danach zu erfassenden Mitarbeiter wäre indessen nicht nur Legion, sondern sie stünde in erheblichem Missverhältnis zu derjenigen der üblicherweise privilegierten Mitwisser. Ausserdem dürfte auf seiten der Outsider-Angestellten die Tragweite und Notwendigkeit einer Erweiterung der arbeitsvertraglichen Pflichten oftmals verkannt werden. Die Forderung nach einer beschränkten Inpflichtnahme der Belegschaft erscheint daher [und aufgrund finanzieller Erwägungen] vertretbar.

[Forts. Anm.39]

liegt. Ergänzend wird am Grundsatz festgehalten, wonach "ein planmässiger Ausbau der Beteiligungen von Banken an Gesellschaften des Nicht-Bankenbereiches ... unerwünscht [sei]" [ibid.113f].

40] Vgl. vorne 49f.

41] Vgl. §4 Nr.1 2.Satz IHR.

42] Vgl. hinten 131 und 152.

Die blinde Automatik einer positiven Enumeration sollte als Abgrenzungskriterium ebenso vermieden werden wie die zwangsläufig unnuancierte Klassifizierung nach Einkommensgrössen⁴³. Beide Varianten vermögen der wirtschaftlichen Wirklichkeit nur in unzureichendem Masse Rechnung zu tragen. Der Entscheid, welcher allein an die Gesichtspunkte der aktuellen oder potentiellen sowie andauernden oder vorübergehenden Informationsnähe zu binden ist, muss im Interesse einer sachgerechten Lösung wiederum in unternehmensinterner Kompetenz getroffen werden können.

B. Insiderpapiere

Entsprechend dem Schutzbedürfnis der Marktteilnehmerschaft sind aus der reichhaltigen Palette von Anlageobjekten einzig solche Wertpapiere in die Insiderregelung aufzunehmen, die Gegenstand eines gewerbsmässigen Umsatzgeschäftes sein können, d.h. praktisch, "die im Verkehr beim Abschluss des betreffenden Kausalgeschäftes nur nach Art und Zahl der Stücke bestimmt zu werden pflegen"⁴⁴ und der langfristigen Kapitalanlage dienen⁴⁵. Aus dieser mit dem banktechnischen Begriff der "Effekten"⁴⁶ bezeichneten Gruppe sollen wiederum nur diejenigen Titel erfasst werden, die an einer inländischen Wertpapierbörse⁴⁷ kotiert⁴⁸ oder in den vorbörslichen Handel einbezogen sind. Den ersteren ausdrücklich gleichzustellen sind schliesslich jene Papiere, die öffentlich mit dem Hinweis auf die beabsichtigte Einführung an einer inländischen Börse angeboten worden sind⁴⁹. Demgegenüber können die unnotierten und nicht an der Vorbörse gehandelten Werte ausgeklammert bleiben⁵⁰.

Die Mehrzahl der hierzulande erfassbaren Insidergeschäfte dürften wohl Effekten schweizerischer Emittenten zum Gegenstand haben. Von dieser Seite und aufgrund

43] Vgl. Hopt/Will, 71f, mit Hinweisen auf die US-amerikanische und kanadische Lösung.

44] C.-W. Canaris, Bankvertragsrecht, Berlin/New York 1975, 949 Anm.772; Schönle, 222f.

45] Damit fallen Geldmarktpapiere ausser Betracht; vgl. Schönle, 229; Tilly, 24.

46] Für weitere Definitionen vgl. die Hinweise vorne §5 Anm.24.

47] Ausländische Wertpapierbörsen fallen mangels eines legitimen Schutzbedürfnisses schweizerischer Anleger ausser Betracht.

48] Mettler, 4 versteht unter der Zulassung zum Börsenhandel "die Verleihung der Börsenhandelsfähigkeit, [d.h.] die einem Wertpapieraussteller im Anschluss an ein Verfahren durch ein Börsenorgan erteilte Erlaubnis, bestimmte Wertpapiere unter Ausnutzung der Börseneinrichtungen am Börsenhandel teilnehmen zu lassen."

49] A.M. der Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 78, wonach diese Gleichstellung nicht ausdrücklich betont zu werden braucht. M.E. würde aber dadurch der Begriff der Kotierung resp. Zulassung überdehnt.

50] Ebenso der Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 78.

praktischer Erwägungen wäre eine Einschränkung angezeigt⁵¹. Andererseits ist die Tatsache nicht von der Hand zu weisen, dass der einheimische Anleger einer zunehmenden internationalen Verflechtung der Kapitalmärkte⁵² gegenübersteht, die längst auch auf den schweizerischen Effektenmarkt durchgeschlagen hat⁵³. Eine isolierte Erfassung der Effekten inländischer Emittenten könnte indes nicht nur die Bereitschaft zu Engagements in Auslandwerten schmälern⁵⁴, sondern erscheint auch im Schutzinteresse der Anlegerschaft, das grundsätzlich den gesamtschweizerischen Börsenhandel betrifft, wenig erstrebenswert⁵⁵. Im Unterschied zum deutschen Regelbeispiel⁵⁶ sind somit allgemeiner jene Effekten als Insiderpapiere zu bezeichnen, die von der Gesellschaft selbst, von einem mit ihr konzernierten Unternehmen⁵⁷, von einem mit der Gesellschaft zu konzernierenden oder zu verschmelzenden Unternehmen oder von einem mit dem zusammenzuschliessenden bereits konzernierten Unternehmen emittiert worden sind. Hinsichtlich des Zeitpunktes, in welchem die Werte der anzugliedernden Unternehmen den Charakter von Insiderpapieren annehmen sollen, kann auf die Ausführungen zu den deutschen Insiderhandels-Richtlinien verwiesen werden⁵⁸.

C. Insiderinformationen

National und international verliert das Merkmal der Vertraulichkeit der Information zusehends an Boden⁵⁹. Dies mag auf die Erkenntnis zurückzuführen sein,

51] Brunner, Insider-Transaktionen, 182 weist darauf hin, dass der Insider eines ausländischen Emittenten i.d.R. auch im Ausland wohnen wird, eine Verfolgung diesfalls also ins Leere stossen müsste.

52] Vgl. dazu Vontobel, 28ff.

53] Allein an der Zürcher Börse standen per Ende 1980 den 417 schweizerischen Emittenten von Obligationen und Aktien 364 ausländische gegenüber. Der Anteil ausländischer Titel am Gesamtumsatz betrug für das Jahr 1980 -gemessen an der Anzahl bezahlter Kurse- rd. 62% [Vorjahr: rd. 55%]; Daten ermittelt aus dem Jahresbericht 1980 der Zürcher Börse, 25, 34f. Für die eindrückliche Entwicklung seit 1867 vgl. die Titelstatistik von H. R. Schmid/R. T. Meier, Die Geschichte der Zürcher Börse, Zürich 1977, 318f.

54] Schon deshalb sollte den ausländischen Emittenten die Möglichkeit zur Anerkennung des Ehrenkodexes eröffnet werden. Die Zugriffsmöglichkeiten schweizerischer Untersuchungsorgane wären freilich beschränkt.

55] Vgl. aus strafrechtlicher Sicht die Gegenauffassungen zu Brunner [zit. vorne Anm.51] von Fellmann, 320f; Forstmoser, Strafrechtliche Erfassung, 20; Kramis, 83.

56] §2 Nr.2 lit.a-c IHR.

57] Zum Konzerntatbestand vgl. vorne 115f.

58] Vgl. vorne 52.

59] Symptomatisch für den internationalen Bereich etwa die deutschen Insiderhandels-Richtlinien: I.d.F. 1970 wurde in Ziff.1 noch ausdrücklich von der "Ausnutzung vertraulicher Informationen" gesprochen, während die Verbände in Anm.3 zu §2 der rev. IHR darauf aufmerksam machen,

angesichts der "umgepolten Pflichtenrelation" interessiere der Aussenstehende nicht mehr nur als "Abwehrobjekt", sondern vorab als "Schutzobjekt"; verborgenes Wissen dürfe ihm nicht schaden⁶⁰. Aus dieser Perspektive scheint der Vertraulichkeitsbegriff auf eine bloss Teilbereichslösung abzielen.

Das Charakteristikum der Insiderinformation wird demgegenüber allgemein in ihrer Unzugänglichkeit erblickt. Unzugänglichkeit bedeutet und bewirkt Ungleichheit, insbesondere Chancenungleichheit, zulasten des Publikumsanlegers auf dem Effektenmarkt. Umgekehrt muss danach gefragt werden, ob die Chancenungleichheit -problemspezifisch verstanden⁶¹- einzig auf die Unzugänglichkeit der Information und nicht eher auf die Unverwertbarkeit der unzugänglichen Information zurückzuführen ist. Diese Frage könnte sich in akademischen Zweifelsfragen verlieren. Sie gewinnt aber in jenen nicht auszuschliessenden Fällen an Bedeutung, in denen der Zeitpunkt der Zugänglichkeit nicht mit demjenigen der Verwertbarkeit der Information übereinstimmt, und sollte wohl nicht allein deshalb im letzteren Sinne bejaht werden, weil die Rechtsfolgen sachlich regelmässig an die Informationsverwertung, d.h. die "Ausnutzung", anknüpfen, sondern weil sich in praktischer Hinsicht überdies starre Transaktionsperrfristen für Insider⁶² vermeiden liessen.

Mit diesem Entscheid ist allerdings noch keine Aussage über den Informationsgehalt getroffen. Auszugehen ist von einem im Hinblick auf die Anlageentscheidung weiten Begriffshof, der technisch mittels einer Kombination von Generalnorm und exemplifikativer Aufzählung umrissen werden sollte⁶³. Bagatelldaten sind mit dem Merkmal der Kursrelevanz einer Insiderinformation freizustellen.

[Forts. Anm.59]

es komme nicht darauf an, "ob eine Information ihrer Natur nach vertraulich [sei] oder nicht"; vgl. zudem die Hinweise vorne §5 Anm.32. Schweizerischerseits trat bisher m.W. lediglich Brunner als überzeugter Befürworter dieses Merkmals hervor; Brunner, Insider-Transaktionen, insbes. 180f; ders. mit dem gleichnamigen Titel in NZZ Nr.97 vom 27.4.77, 19f. Vermittelnd Forstmoser, Strafrechtliche Erfassung, 15, 20.

60] Hopt/Will, 64. Darauf aufbauend wohl Fellmann, 317f Anm.2. Vgl. auch Volk, 5.

61] Allgemeinere, indes nicht minder gewichtige Fragen stellen sich etwa angesichts der Aussage von Mertens, Insiderproblem, 270, "Insiderrecht [sei] Nebenkriegsschauplatz", oder der Mahnung von Mettler, 106, es dürfte "nicht übersehen werden, dass eine Insiderregelung immer nur Teillösung eines umfassenden kapitalmarktrechtlichen Investorenschutzes sein [könne], deren Grenzen schnell erreicht [seien]".

62] Vgl. vorne 53, insbes. Anm.36.

63] Im Ergebnis ebenso Fellmann, 318, 331; Forstmoser, Strafrechtliche Erfassung, 20, 19. Für eine abschliessende Enumeration hingegen Brunner, Insider-Transaktionen, 182, 184ff; für eine isoliert-generelle Formulierung andererseits Kramis, 74, 103.

IV. Vermögensmässige Regulierung

A. Grundsatz der Vorteilsabschöpfung

Der Weg über eine klassische Schadenersatzregelung erweist sich angesichts der Hindernisse der hypothetischen Kausalität⁶⁴ und der Zufälligkeit der Anspruchsgrundlage⁶⁵ als nicht gangbar: Zum einen hätte der Investor auf der Marktgegenseite das Geschäft auf jeden Fall abgeschlossen. Seine -im übrigen nicht zwingend eintretende- Vermögenseinbusse hätte er regelmässig auch ohne Dazutun des Insiders erlitten. Zum andern würde einzig jener Marktpartner favorisiert, der mit dem Insider vielleicht sogar durch Auslosung kontrahierte, während die übrigen, gleichermassen betroffenen Anleger ihre Verluste nicht abwälzen könnten.

Mangels geeigneter Alternativen konzentriert sich die vermögensmässige Regulierung zunächst allein auf die Person des Insiders. Er könnte in der Höhe seines aus der Transaktion erzielten Vorteils belastet werden. Abgesehen von anderweitigen Massnahmen [z.B. Verpflichtung zum Ersatz der Verfahrenskosten] würde sein finanzielles Risiko bei durchaus realistischen Erfolgchancen auf Null sinken - ein von der generalpräventiven Wirkung her gesehen wenig überzeugendes Ergebnis⁶⁶. Daher erscheint eine Haftung des Insiders auf ein Mehrfaches des von ihm erzielten Vermögensvorteils als unausweichliche und sinnvolle Folge. Die Bestimmung des entsprechenden Faktors, die sich nicht zuletzt an ökonomischen Gegebenheiten und internationalen Standards zu orientieren hat, ist andernorts bereits erfolgt. Danach wurde eine zivilrechtliche Haftung im Umfange des Dreifachen als angemessen bezeichnet⁶⁷. Diese Lösung kann mangels fundierter Gegenberechnungen und -auffassungen übernommen werden.

Eine vermögensmässige Regulierung hat sich sodann auch auf solche Werte zu erstrecken, die aus einem Insiderverstoss für Rechnung der Signatargesellschaft erzielt wurden. Diesfalls braucht indessen nicht auf generalpräventive Aspekte Rücksicht genommen zu werden, so dass sich die Haftung der Gesellschaft auf das Einfache der ihr zugeflossenen Gewinne oder von ihr vermiedenen Verluste beschränken kann.

64] Dazu ausführlich Bruns, Wertpapierhandel, 68ff m.w.H.

65] Summarisch etwa Beyer-Fehling/Bock, 57; Kramis, 88; Mettler, 90; Ulmer, Rechtspolitische Probleme, 628.

66] Treffend Fellmann, 326.

67] Vgl. die Berechnungen von Fellmann, 340f. Der Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 48, 112 plädiert demgegenüber für eine Haftung in doppelter Höhe [o.Begr.].

B. Adressaten der Vorteilsabschöpfung

Die Komplexität der vermögensrechtlichen Seite einer Insiderregelung wächst mit der steigenden Zahl "entschädigungs"berechtigter Rechtssubjekte. Diese Erkenntnis dürfte als Zentralmotiv für die im deutschen Regelwerk statuierte Vorteilsabschöpfung zugunsten der Gesellschaft des Insiders gedient haben. Gegen eine solche Automatik spricht jedoch, wie schon im britischen "Justice-Report" über "Insider Trading" konzis festgehalten wurde, dass die Gesellschaft selbst durch die Transaktion normalerweise keine Verluste erleidet und aus der Sanktion gegen den Insider auch keinen Profit erzielen sollte und dass dem Insider als Grossaktionär der an die Gesellschaft abgeführte Vorteil indirekt wieder zugute kommt, wodurch er letztlich trotz allem Gewinn aus der Transaktion zieht⁶⁸. Eine sachgerechte, willkürfreie Lösung ist daher in der Tat kaum gewährleistet.

Die Furcht vor einer weniger praktikablen Vermögensregulierung darf indes das Streben nach einem billigeren Resultat nicht zum vornherein lähmen. Anlässlich der gegen die deutschen Insiderhandels-Richtlinien wachgerufenen Kritik wurde ein Revisionsvorschlag skizziert, der die Entscheidungsmacht über die Einforderung von Insiderprofiten nicht mehr einzig in der Hand der Gesellschaft bzw. der möglicherweise sogar gegen das Verbot Verstossenden konzentriert, sondern sie mittels eines echten Vertrages zugunsten der benachteiligten Anlegerschaft in den Aussenbereich der Gesellschaft verlagert und damit der fehlenden Individualschutzkomponente in adäquater Masse Rechnung trägt⁶⁹. Diese Lösungsvariante, für deren Verwirklichung freilich noch die geeigneten Institutionen zu bestimmen sind⁷⁰, soll vorliegendenfalls in identischem Zuschnitt Anwendung finden⁷¹: Mit der Annahme des Kodexes schliesst der Insider mit der Gesellschaft [und auf nächsthöherer Stufe die Gesellschaft mit dem Verband] ipso facto einen durch den Insiderverstoss suspensiv bedingten und zu keinem Zeitpunkt widerruflichen, durch contrarius actus aufhebbaren oder inhaltlich abänderbaren Vertrag zugunsten mehrerer bei Vertragsabschluss noch unbestimmter Dritter [personae incertae]⁷², demzufolge die Dritten nicht nur zu Leistungsempfängern,

68] Zum "Justice Report", der im Sommer 1972 vorgelegt wurde, ausführlich Leistner, Rechtsprobleme, 377ff, insbes. 378 und z.T. kritisch Kay, insbes. 190f.

69] Vgl. vorne 61f.

70] Vgl. hinten 133f.

71] In die gleiche Richtung weisend der Denkanstoss von Kramis, 37.

72] Art.112 OR. Zur Bestimmbarkeit vgl. Becker, N9 zu Art.112; Guhl/Merz/Kummer, 19; A. von Tuhr/A. Escher, Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, 3. Aufl. Zürich 1974, 246.

sondern zu selbständigen und direkten Forderungsberechtigten erhoben werden. Dritte sind dabei all jene Investoren, die auf der Marktgegenseite im selben Transaktionszeitraum [also unabhängig davon, ob ihrer Order zufälligerweise durch die Gegenorder des Insiders oder eines mit dem Insider "gleichlaufenden" Marktteilnehmers abgedeckt wird] ohne Kenntnis von Insiderinformationen Geschäfte in Insiderpapieren getätigt haben. Damit wird dem Erfordernis der Bestimmbarkeit Genüge getan. Der angestrebte Kollektivausgleich kann durch eine anteilmässige, nach Massgabe des erlittenen Vermögensnachteils berechnete Umlegung der Abführungssumme⁷³ erreicht werden.

In bestimmten Fällen, beispielsweise bei einer Insidertransaktion in marktgängigen Titeln, bei einem grossen Transaktionszeitraum und/oder bei einem bloss in einfacher Höhe durch die Signatargesellschaft abzuführenden Vermögensvorteil, können die Einzelansprüche der abführungsberechtigten Anleger betragsmässig in sich zusammenfallen. Damit dürfte der Anreiz zur Geltendmachung von vornherein ausbleiben. Für solche Fälle ist in Gestalt einer gemeinnützigen Organisation ein in gleicher Weise und in gleichem Umfang berechtigter Abführungsadressat zu bezeichnen, dem der Anspruch der untätigen Primärberechtigten nach Verstreichen einer gewissen Frist, die z.B. auf ein Jahr seit der Veröffentlichung des einen Insiderverstoss feststellenden Untersuchungsergebnisses⁷⁴ angesetzt werden kann, subsidiär und exklusiv zufällt.

C. Fazit

Die vorgeschlagene Vermögensregulierung charakterisiert sich als Mittelweg zwischen den Polen der Schadenersatz- und der blossen Gewinnabführungshaftung. In funktionaler Hinsicht dominieren privatrechtlich-pönale und -in beschränktem Umfange- Individualschutzelemente. Der angestrebte Interessenausgleich erscheint hiermit gewährleistet.

73] Zur Berechnung des effektiven oder buchmässigen Vermögensvorteils des Insiders [Abführungsbasis] ist auf die als anerkannt geltenden Leitlinien zu §4 IHR zu verweisen; detailliert Bruns/Rodrian, 436, Erl.6ff zu §4 IHR und Schwark, BörsG, 513 N4.

74] Dazu hinten 148.

§ 11 DIE FLANKIERENDEN INSIDERVORSCHRIFTEN

I. Vorbemerkung

Das gemeinhin geäußerte Bedürfnis nach sog. flankierenden Massnahmen ist im wesentlichen auf die -auch hier gewonnene- Erkenntnis zurückzuführen, dass die spezifische Trias von Transaktionsverbot, Kontrolle und Sanktion, ob privatrechtlicher oder öffentlich-rechtlicher Natur, nicht unica ratio zur Eindämmung von missbräuchlichen Insiderpraktiken bleiben kann. Symptombekämpfung beliebiger Stärke verspricht allein keine vollständige Remedur, solange nicht an der Ursache des Problems angeknüpft wird: dem Transparenzgefälle zwischen Insider und Outsider. Damit werden zwar geläufige Aussagen wiederholt¹. Um so eher mag vielleicht erstaunen, dass diese Aussagen oftmals in dringende Wünsche nach verbesserter Geheimhaltung und/oder Publizität und nur selten in konkrete Vorschläge ausmündeten². Im folgenden soll deshalb eine mögliche Lösung umrissen werden, die sich direkt an die Signatargesellschaften richtet, den berechtigten Interessen Rechnung trägt und einen übermässigen Kostenaufwand zu verhindern sucht.

II. Externe Folgepublizität

Insiderprobleme sind "gewissermassen Publizitätsprobleme"³. Sie resultieren aus einem quantitativen und qualitativen sowie zeitlichen Informationsvorsprung.

A. Publizitätsinhalt

Eine quantitativ und qualitativ umfassende Datengrundlage würde dem Investor die Einschätzung der wirtschaftlichen Situation und Perspektive [s]eines Unternehmens zweifellos erleichtern. Damit könnte eine durch die spätere Bekanntgabe der Insider-

1] Für die Schweiz vgl. namentlich Brunner, Insider-Transaktionen, 190; Fellmann, 347; Forstmoser, Effektenhandel, 55; Druey, N199f; Herschsohn, Handel mit Aktien, 185f; Koch, 125; Kramis, 51; R. Tschäni, Neuere und weiterführende Literatur zum Wirtschafts- und Unternehmensrecht, WuR 1980, Sonderheft Unternehmensrecht, 161.

2] Besondere Anerkennung gebührt daher der europäischen Pionierleistung von Hopt/Will, 173ff, die im Rahmen ihrer "kombinierten Treuhand- und Publizitätslösung" direkt beim Unternehmen ansetzen.

3] Forstmoser, Effektenhandel, 55.

Information verursachte Kursbewegung teilweise antizipiert, die Attraktivität des zu erwartenden Kursunterschieds also geschmälert und die Gelegenheiten zur Insider-Spekulation eingeschränkt werden. Hiegegen liesse sich etwa einwenden, der Anleger stehe einer steigenden Informationsflut ohnehin machtlos und unkritisch gegenüber. Dieser Einwand würde indes vernachlässigen, dass sich schon seit langem ein eigener, auf die Interpretation von Unternehmensdaten spezialisierter Berufszweig entwickelt hat⁴, der als Transformationsstelle zwischen Publikumsgesellschaft und Investor wirkt.

Für derartige Ueberlegungen bleibt freilich noch Zeit. Die gegenwärtige Kapitalmarktpublizität schweizerischer Unternehmen muss grundsätzlich als rudimentär bis knapp genügend eingestuft werden⁵. Die Unzulänglichkeit der materiellen aktienrechtlichen Publizitätsvorschriften wird auch durch die milden Bestimmungen in den Kotierungsreglementen⁶ nicht aufgewogen. Selbst den zahlreichen Appellen an eine freiwillige Publizität wurde bislang nicht in gewünschtem Ausmass Gehör geschenkt⁷. Immerhin stehen nennenswerte aktienrechtliche, auch auf die Kapitalmarktordnung ausstrahlende Verbesserungen in Sicht⁸. Vom korporativrechtlichen Sekundärrecht der Europäischen Gemeinschaften⁹, das nach der Umsetzung in die einzelnen National-

4] Vgl. dazu etwa E. Gessler, Aktuelle gesellschaftsrechtliche Probleme, DB 1966, 216f; Schindler, 61ff; Wirz, 68.

5] Ausführlich und statt vieler J.-P. Brunner, Die Publizität der schweizerischen Aktiengesellschaften, Diss. Zürich 1973, 68ff m.w.H. Symptomatisch F. Vischer/F. Rapp, Zur Neugestaltung des schweizerischen Aktienrechts, Bern 1968, 66f: "...der moderne Kapitalanleger [ist] in keiner Weise darauf angewiesen..., Titel zu erwerben, deren Publizität sich nach schweizerischem Aktienrecht richtet. ...Einheitliche und zwingende Publizitätsregeln sind ... von den Interessen des Anlegers aus gesehen nicht notwendig."

6] §6 Ziff.7 Zürcher KR; §6 Ziff.6 Basler KR; Art.6 Ziff.7 Genfer KR. Art.6 Ziff.7 Berner KR.

7] Zu nennen wären etwa das Rundschreiben der Vereinigung Schweizerischer Effektenbörsen vom Dezember 1964, verschiedene Vorschläge nationaler und internationaler Expertengruppen [Darstellung und Vergleich bei W. Dober, Die Publizität der Unternehmen, Zürich 1966, 13ff], den Genfer Vorstoss auf Wettbewerbsbasis [dazu K. Blumer, Die Information des Aktionärs in der Schweiz - ein Wettbewerb der Universität Genf, B+V 1964/65, 10ff] und die jährliche Bestandsaufnahme der Informationspraxis schweizerischer Publikumsgesellschaften durch die Kommission "Information der Aktionäre" der Schweizerischen Vereinigung für Finanzanalyse in Genf.

8] Art.662ff, 724 VE. Für einen Ueberblick vgl. statt vieler die Beiträge von K. Käfer, Stille Reserven, in: Revision des Aktienrechtes, SA aus SAG 1976, Heft 1/2, Zürich 1976, 61ff und B. Lutz, Die Gliederung von Bilanz und Erfolgsrechnung, ebd., 87ff.

9] "Vierte Richtlinie des Rates aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen" [78/660/EWG]; ABl. L222 vom 14.8.78, 11. Noch zum Vorschlag etwa W. Busse von Colbe, Vereinheitlichung des Jahresabschlusses in der EWG, ZGR 1973, 105ff; W. Elmendorff, Die Rechnungslegungsvorschriften nach dem Vorschlag einer 4. Richtlinie der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Wpg. 1972, 29ff; H. H. Jonas, Zur Problematik der 4. EG-Richtlinie, DB 1978, 1361ff, 1409ff, 1457ff; E. Müller, Einheitliche Rechnungslegungsvorschriften in der EWG, AG 1972, 231ff;

rechte für mehr als 1,5 Mio. Gesellschaften gelten wird¹⁰, wurden sie bekanntlich bereits überrundet¹¹.

Auch wenn die Erwartungen an die hiezulande eingeleiteten Publizitätsreformen letztlich übertroffen werden sollten, ist nicht damit zu rechnen, dass dem Anleger künftig jenes Zahlenwerk bekanntgegeben werden muss, das ihm bei sorgfältiger Analyse eine verlässliche Vorausschau auf die Entwicklung des Unternehmens gestatten könnte. Noch weniger ist damit zu rechnen, dass das teilrevidierte Aktienrecht eigentliche Prognosepublizitätspflichten¹² enthalten wird. Diese Vorhersage beruht auf der als gesichert zu betrachtenden Vermutung, die klassische Rechenschaftsfunktion der Publizität, sei dies nun den bestehenden Aktionären und Gläubigern oder gar der amorphen "allgemeinen Öffentlichkeit"¹³ gegenüber, werde beibehalten.

Angesichts des für den aussenstehenden Investor auch weiterhin zu erwartenden Publizitätsdefizits stellt sich somit die Frage, wo eine Insiderregelung unter angemessener Wahrung der Unternehmensgeheimisphäre ansetzen kann. Eine erste Möglichkeit besteht darin, die "chronische" Informationslücke¹⁴ durch eine regelmässige Berichterstattung hinsichtlich sämtlicher für die Anlageentscheidung relevanter

[Forts. Anm.9]

Nobel, Europäisierung, 157ff. Zur definitiven Fassung statt vieler P. Knoblauch, Die vierte EG-Richtlinie, Frankfurt a.M. 1978; L. Schruff, AG/GmbH - Rechnungslegung und Prüfung nach neuem Recht [4. EG-Richtlinie], Düsseldorf 1978.- Zum kapitalmarktrechtlichen Sekundärrecht der EG vgl. den Hinweis vorne §4 Anm.28 a.E.

10] Detailliertere Zahlen bei Knoblauch, 20.

11] Einen guten Vergleich der Normen des Vorschlags für die 4. Richtlinie mit denjenigen der Teilrevision unseres Aktienrechts bieten Ch. von Greyerz/F. Perret, Koordinierung des Gesellschaftsrechtes in Europa, St.Gallen/Genf 1977; vgl. insbes. die Schlussfolgerungen 61f.

12] Ausführlich zu dieser Thematik W. Busse von Colbe, Prognosepublizität von Aktiengesellschaften, in FS K. Käfer, Zürich 1968, 91ff sowie R. Schmalz, Die zukunftsorientierte Berichterstattung, Diss. St.Gallen 1978 und dessen Beiträge in ST 2 1979, 8ff [Die zukunftsorientierte Berichterstattung - unter Berücksichtigung einer empirischen Studie zum Stand in der Schweiz] und ST 3 1979, 12ff [Prognose-Publizität].

13] Mittlerweile ebenso klassisch das vieldiskutierte Zitat des Reichsjustizministeriums zum "Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien", Berlin 1930, 94 [entnommen von G. Döllerer, Zweck der aktienrechtlichen Publizität, BB 1958, 1283]: "Der allgemeine, dem Recht jeder Kulturnation geläufige Rechtssatz, dass Verwaltung fremden Vermögens zur Rechenschaft verpflichtet, gilt auch für die Grossunternehmen der Gegenwart im Verhältnis zur Gesamtheit der Staatsbürger. In diesen Unternehmen ist Volksvermögen in so gewaltigem Masse zusammengeballt, dass das Volk als ganzes ein dringendes berechtigtes Interesse daran hat, über das Ergebnis der Verwaltung so weit unterrichtet zu werden, als es das Wohl des Unternehmens gestattet". Zu Recht kritisch J. H. Kaiser, Die Wahrnehmung öffentlicher Publizitätsinteressen, in: Frankfurter Publizitätsgespräch, Frankfurt a.M. 1962, 92f.

14] Zwischen "chronischen" und "akuten" Fällen trennt Druey, insbes. N199.

Faktoren zu schliessen¹⁵. Im Endausbau einer gehobenen Kapitalmarkttransparenz¹⁶ wird dieses Instrument wohl zu den gebräuchlichen Verlautbarungen jeder Publikums-gesellschaft zählen. Auf das Insiderproblem bezogen kann damit jedoch -vielleicht wider Erwarten- nur ein Teilerfolg erzielt werden. Einerseits müsste zur Erreichung der notwendigen Aussagekraft ein detailliertes Publizitätsschema entwickelt werden, das von den Gesellschaften neben den finanziellen Opfern einen zu tiefen und teilweise unnötigen, weil unspezifischen Eingriff in ihren Geheimbereich fordern würde. Andererseits -und hier muss ein Uebergreif auf die zeitliche Komponente vollzogen werden- dürfte eine stichtagbezogene Berichterstattung [auch] aufgrund der den Gesellschaften notwendigerweise einzuräumenden Publizitätsfrist durchwegs und z.T. erheblich hinter den in der Berichtsperiode liegenden Ereignissen und damit hinter der Aktualität zurückbleiben. Selbst ein Ausblick auf die folgende Berichtsperiode könnte durch die Realität eingeholt und ggf. korrigiert werden. Demgegenüber wird sich jene Lösung als geeigneter erweisen, die dem "akuten" Informationsdefizit unmittelbar Rechnung trägt, die m.a.W. am qualifizierten und nicht am prinzipiellen Informationsunterschied anknüpft. Auch hier erhebt sich die Frage, welche Fakten zur Kenntnisverteilung freizugeben sind: "Any ... information that could reasonably be expected to have an impact on the market for a company's securities..."¹⁷ oder enumerierte und voraussichtlich kurswirksame Geschäftsvorhaben¹⁸? Ersterenfalls würde der Markt mit einer sich selbst paralysierenden Informationsflut überschwemmt, letzterenfalls blieben besondere Ereignisse und Entwicklungen der Vergangenheit unberücksichtigt. Der Ausgleich besteht darin, den Publizitätsinhalt auf solche künftigen oder bereits verwirklichten Geschäftsvorfälle zu beschränken, die einen erheblichen Einfluss auf die Kursgestaltung der betreffenden Insiderpapiere erwarten lassen. Analog zur Bestimmung der Insiderinformation muss auch hier auf eine Kombination von Generalklausel und beispielhafter Aufzählung zurückgegriffen werden, um der Mannigfaltigkeit möglicher Geschäftsvorfälle nicht definitiv vorzugreifen.

Hinsichtlich des Umfanges hat sich die Publizitätspflicht im Interesse einer aussage-fähigen Berichterstattung nicht nur auf die eingetretenen oder bevorstehenden

15] Dies wird vom Arbeitskreis Gesellschaftsrecht als Komplementärlösung in §22 des Vorschlags anvisiert.

16] E. Rehbinder, Publizität und Auslandsbeziehungen - eine rechtsvergleichende Skizze, in FS H. Kronstein, Karlsruhe 1967, 230 bezeichnet die Kapitalmarkttransparenz treffend als Korrektivat zur Fungibilität der Mitgliedschaftsrechte.

17] Company Manual der New York Stock Exchange, Sect.A 2, Part II "Procedure for Public Release of Information - Immediate Release Policy" [Abdr. bei Hopt/Will, M-33].

18] So der Vorschlag des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht, §21.

Ereignisse als solche, sondern vielmehr auch auf die wesentlichen Bedingungen dieser Ereignisse zu erstrecken¹⁹.

B. Publizitätstermin

Durch eine zeitliche Vorverlegung der Informationsschwelle könnten die Profitchancen der Insider geschmälert oder gar eliminiert werden²⁰. Dieser Erkenntnis müsste der Ruf nach möglichst frühzeitiger, beispielsweise bereits an die Informationsentstehung anknüpfender Offenlegung folgen. Damit würde jedoch nach allseits übereinstimmender Ansicht nicht nur ein illegaler Eingriff in die Geheimsphäre des Unternehmens statuiert, sondern gleichzeitig ein erhebliches Investitionsrisiko vorprogrammiert: Eine bloss provisorische Information wäre erfahrungsgemäss dazu geeignet, den Markt in eine Erwartungshaltung hineinzudrängen, die sich ex post als zu optimistisch oder pessimistisch erweisen könnte. Fehleinschätzungen und -spekulationen wären somit die unvermeidliche Folge²¹. Diese -allerdings allein die Schutzwürdigkeit als solche betreffende- gleichläufige Interessenlage von Unternehmen und Anleger erfordert, dass die bekanntzugebende Nachricht eine gewisse Publikationsreife, d.h. einen bestimmten Konsistenzgrad erreicht hat. Bis zu diesem Stadium trägt jeweils selbst die Insidertransaktion mehr oder weniger prägnanten Spekulationscharakter.

Die Aussage, der Vorteil des Insiders liege häufig in seinen Kenntnissen künftiger Ereignisse²², empfängt ihre Bestätigung aus der bisherigen schweizerischen Insiderpraxis, wonach -soweit ersichtlich- in der erdrückenden Mehrzahl der Fälle solche Informationen verwertet wurden, die Unternehmenspläne [vor allem Uebernahmeprojekte] zum Gegenstand hatten. In all jenen Fällen musste der Verwaltungsrat vor dem letztinstanzlichen Entscheid durch die Generalversammlung definitiv Beschluss fassen²³.

19] Zutreffend Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 102.

20] Vgl. etwa Herschsohn, Handel mit Aktien, 185f. Sein Vorschlag geht dahin, einen oder mehrere Sparaktionäre als Beobachter in die Verwaltung einzuschalten [vgl. dazu auch seinen Vorschlag in SAG 1970, der Sparer als Aktionär, insbes. 72ff]. Dies könne aufgrund der Art.708 V und 731 II OR ohne Gesetzesänderung erfolgen. Bei einer entsprechenden, statutarisch verankerten Wahlmöglichkeit für Kleinaktionäre könne damit eine von der Aktienmehrheit und den Insidern unabhängige Person umfassende Kenntnis von zahlreichen Gesellschaftsinterna erlangen. Diese Person hätte dann dafür zu sorgen, "dass interne, den Börsenkurs beeinflussende Faktoren ohne Verzug allen Aktionären oder der Oeffentlichkeit bekanntgemacht werden" [ibid. 186].

21] Statt vieler Hopt/Will, 173.

22] Forstmoser, Effektenhandel, 56.

23] Vgl. Brunner, Insider-Transaktionen, 191.

Aus wirtschaftlichen und wettbewerblichen Erwägungen ist allein auf diesen objektivierbaren Moment abzustellen. Er steht auch im Einklang mit der für solche Fälle verschiedentlich bereits verwirklichten Publizitätspolitik schweizerischer Publikumsunternehmen²⁴.

Für die verwirklichten, d.h. nicht [unmittelbar] beschlussbedürftigen, "akzidentellen" und "evolutionären" Sachverhalte ist schliesslich ein von Fall zu Fall bestimmbarer Alternativtermin vorzusehen. Entsprechend den im Zeitpunkt des Verwaltungsratsbeschlusses als einigermaßen gesichert zu betrachtenden und daher veröffentlichungswürdigen Geschäftsvorhaben muss auch hier der Moment abgewartet werden, in welchem auf die betreffenden Daten vernünftigerweise Verlass besteht. Die Richtlinien des "Company Manual" der New York Stock Exchange, die teilweise auf die Bestimmung des Informationsgehalts Rückgriff nehmen, erscheinen dabei beachtenswert²⁵.

C. Publizitätsmittel

Aus dem breiten Arsenal der Publizitätsmittel²⁶, die einer Gesellschaft zur Verfügung stehen, sind jene auszuwählen, die sich zum vornherein an ein grosses, über die Aktionäre und Gläubiger hinausreichendes Publikum, also an die aktuellen und potentiellen Anleger, wenden. Aus ihnen sollen wiederum solche Rechtsinstitute ausgeklammert werden, die den Publizitätsadressaten nur mittelbar die Möglichkeit zur Kenntnisnahme verschaffen²⁷. Innerhalb des verbleibenden Rahmens ist schliesslich demjenigen Medium der Vorzug zu geben, das imstande ist, die Aktualität der Nachricht zu wahren. Diesen Anforderungen dürfte wohl in erster Linie die [wirtschaftsorientierte] Tages-, sodann auch die Wirtschafts- und Finanzpresse²⁸ genügen.

In diesem Zusammenhang wurde darauf aufmerksam gemacht, die Resonanz für unternehmensinterne Daten variere in der Öffentlichkeit je nach Einfluss, Grössen-

24] Ebenda Brunner.

25] "It should be a corporation's primary concern to assure that news will be handled in proper perspective. This necessitates appropriate restraint, good judgement, and careful adherence to the facts." Finanzielle Angaben z.B. "...should be soundly based, appropriately qualified, conservative and factual". Oder: "Premature announcements of new products whose commercial application cannot yet be realistically evaluated should be avoided.". Für die Fundstelle vgl. vorne Anm.17.

26] Dazu ausführlich etwa Brunner, Publizität, 33ff oder Dober, 30ff.

27] Wirz, 93 trennt zwischen direkten [unmittelbaren] und indirekten [mittelbaren] Publizitätsmitteln.

28] Zur Wirtschafts- und Finanzpresse vgl. etwa Schindler, 62ff.

ordnung und Gewinnmöglichkeit etc. der Publikumsunternehmen. Die Beachtung könne von der Behandlung auf der Titelseite der allgemeinen Presse bis zur fast völligen Nichtbehandlung selbst in der Fachpresse reichen. Werde indessen die betreffende Mitteilung von den angesprochenen Medien nicht aufgegriffen und verbreitet, müsse die Gesellschaft auf andere Publizitätsmittel wie Rundbriefe oder Anzeigen zurückgreifen²⁹. Dieser Auffassung ist zuzustimmen.

III. Geheimhaltung

A. Ansatz bei der Gesellschaft

Das als Problemkern erkannte Transparenzgefälle empfängt seine Legitimation eo ipso aus dem Geheimsphärenrecht des Unternehmens³⁰. Als ebenso unvermeidliches wie wünschbares Phänomen sichert es allgemein die internen Organisations- und Vorbereitungsmechanismen und leistet damit einen wesentlichen Beitrag zum wirtschaftlichen und wettbewerblichen Fortkommen seines "Trägers"³¹. Gewisse Funktionsbereiche, insbesondere die Planungs-, Forschungs- und Entwicklungssektoren, müssen demnach [zumindest während eines bestimmten Zeitraumes] als rechtmässige Exklusionen des Gemeingutes markiert und geschützt werden. Diese Schutzzonen sind auch von einer Insiderregelung anzuerkennen. Dem entspricht auf der anderen Seite, dass die betreffende Gesellschaft für eben diese Geheimhaltung die Verantwortung zu übernehmen hat³². Hierbei erhebt sich die Frage, welcher Methode sie sich bedienen soll, um der ihr auferlegten Geheimhaltungspflicht praktisch genügen zu können.

Bei der Beantwortung dieser Frage ist zu berücksichtigen, dass die Verwirklichung der Geheimhaltung von einer von Fall zu Fall verschiedenen gesellschaftsinternen Organisationsstruktur abhängt. Angesichts dessen empfiehlt sich die Statuierung einer relativ unbestimmten, im konkreten Einzelfall indessen durchaus bestimmbar und nachprüfbar Norm³³. Als Vorlage für die Erfüllung der Geheimhaltungspflicht

29] Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 101f.

30] Druey, N200.

31] Das Unternehmen kann, da es nicht Rechtssubjekt ist, sensu technico nicht als Träger des Rechts auf Geheimosphäre bezeichnet werden, "sondern es stellt den Sammelpunkt aller unter diesem Titel schützbarer Geheimnisse dar"; Druey, N136 a.E.

32] Vgl. Hopt/Will, 174; ähnlich Ernst, 150.

33] Ebenso Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 108.

kann das bereits erwähnte "Company Manual" der New York Stock Exchange beigezogen werden³⁴. Danach sind die Insider "as a matter of policy" in regelmässigen Abständen an ihr Informationsverwertungs- und insbesondere an ihr Informationsweitergabeverbot zu erinnern. Ein periodischer Rückblick über die Art und Weise der Handhabung von Insiderinformationen im Organisationsgefüge der Gesellschaft ist demgemäss ebenfalls von Nutzen. Darüber hinaus müssen spezielle Geheimhaltungsstandards entwickelt, verbreitet und durchgesetzt werden³⁵. Letzteres dürfte durch geeignete, der Kompetenz und dem Ermessen der Gesellschaft anheimzustellende Disziplinar massnahmen erreicht werden, die unabhängig von [und daher auch in Kombination mit] den fremdseits an einen Insider verstoss angeknüpften Sanktionen zu verhängen wären.

B. Ansatz bei der Bank insbesondere

Selbst eine an sämtliche Bankangehörigen adressierte, strafrechtlich abgesicherte und effizient gehandhabte Pflicht zur Geheimhaltung jener Daten, die sich aus der Geschäftsbeziehung zwischen Kunde und Bank ergeben, vermag nicht zu verhindern, dass an Drittkunden objektiv gleichsam "unsubstantiierte", subjektiv jedoch gezielte Anlageempfehlungen in Insiderpapieren abgegeben werden. Hinzu tritt tendenziell, wenn auch noch in beschränktem Ausmass das Problem der dem Bankgeheimnis selbst drohenden, aus den effektengeschäftlichen Individualpublizitätsansprüchen der Anlagekundschaft erwachsenden Durchbrechungen. Lösungsansätze liegen indessen vor: Im eigentlichen Sinne neutrale Kundenberatung ist dort gewährleistet, wo der Berater keine Kenntnis von Insiderinformationen erlangt, wo m.a.W. der kritische Datenfluss vor der Person des Beraters abgeschottet wird. Dies ist entsprechend den in amerikanischen Brokerfirmen und englischen "merchant banks" angewandten Praktiken durch betriebsspezifische Organisationsmassnahmen, insbesondere durch die Errichtung einer sog. "chinese-wall" zwischen den Abteilungen, die mit der Gesellschaft in kommerzieller Verbindung stehen, und den Effektenberatungs- sowie Vermögensverwaltungsabteilungen der Bank zu erreichen³⁶. Die Wahl der konkreten Mittel braucht allerdings auch hier nicht mit einer allgemeingültigen Formel vorgeschrieben zu werden.

34] Sect. A 2, Part I "Timely Disclosure - Internal Handling of Confidential Corporate Matters" [Abdr. bei Hopt/Will, M-30f].

35] Vgl. Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, 108; Fellmann, 352; Hopt/Will, 174. Sie alle plädieren für eine vertragliche Absicherung der Geheimhaltung durch entsprechende Klauseln in den Anstellungsverträgen der Insider.

36] Vgl. dazu Coing, Company Insiders, 121; Hopt, Kapitalanlegerschutz, 477; F. Kübler, Anlageberatung durch Kreditinstitute, ZHR 1981, 210; ausführlich und z.T. skeptisch Wojtek, 127ff.

§ 12 DIE VERFAHRENSREGELUNG

I. Organisation

Grundziel der Organisationsvorschriften ist es, jene unter ordnungspolitischen Gesichtspunkten als wünschbar und legitim erachtete Disziplinierungsenklave personell zu verfassen. Dabei kann nur in beschränktem Ausmass auf bestehende Autoritäten Bezug genommen werden. Entsprechend der speziellen Problematik bedarf es somit spezieller Entelechien, die sich für die Verwirklichung der prophylaktischen und therapeutischen Normziele verbürgen.

A. Verfahrensherrschaft

Anders als das deutsche Regelwerk¹ muss dieses Lösungsmodell der Alleinherrschaft einer konsistenten Organisationseinheit unterstellt werden. Hievon dürfen insbesondere auch die autonomen und exklusiven Rechte zur Normfortbildung und zur Bestellung der Untersuchungsinstanz nicht ausgespart bleiben². Diese Patronatschaft wird hierzulande allein ein aus den Spitzenverbänden der Wirtschaft und Börsen, namentlich der Schweizerischen Bankiersvereinigung, dem Schweizerischen Handels- und Industrieverein [Vorort] und der Vereinigung Schweizerischer Effektenbörsen, gebildeter Verein wahrnehmen können. Sollte sich dereinst auf seiten der Wertpapiersparer eine eigenständige Interessenvertretungsgemeinschaft konstituieren, wäre auch ihr die Vereinsmitgliedschaft offenzuhalten. Damit könnte man sich noch wirksamer gegen den Vorwurf absichern, es gehe nicht an, "die Regelung einer derart diffizilen Materie wie der der Vereitelung von Insider-Geschäften als eigenste Angelegenheit gerade derjenigen Interessentengruppe abzutun, aus deren Kreisen Insider-Trading immer wieder bekannt wird"³.

In der Anfangsphase erscheint eine Einräumung von Einzelmitgliedschaftsrechten für Insider technisch nicht realisierbar. Dadurch entfällt zunächst ein wesentlicher, auf dem solidarischen Gruppenbewusstsein und wechselseitigen Verantwortungsgefühl aufbauender Ordnungsfaktor. Substitutiv könnte indessen von seiten des Trägervereins

1] Vgl. vorne 74f.

2] Die Normfortbildung erfolgt in der BRD durch die BSK, die Bestellung der Prüfungskommission [teilweise auf Vorschlag des betr. OLG-Präsidenten und durchwegs auf "Veranlassung" der Spitzenverbände] durch die Mitglieder der Börsenzulassungsstelle (§1 Nrn.3 und 4 VerfO).

3] Leistner, Insiderrecht, 208.

ein an die Akzeptanten der Regelung gerichtetes, beispielsweise der Normerläuterung dienendes Kommunikationsmedium errichtet werden, das sich in einer zweiten Phase in ein verbindliches Weisungsinstrument umgestalten liesse.

B. Untersuchungskommission

1. Zuständigkeit

a] funktionell und sachlich

Vorab stellt sich die Frage, welche Institution[en] mit der Durchführung des Ehrenkodexes betraut werden soll[en]. Diese Aufgabe kann weder in vereinsinterner [Schiedsgericht] noch in vereinsexterner [Zivilgericht] Exklusivzuständigkeit erfüllt werden. Ersterenfalls dürften dem finanziellen Kollektivausgleich⁴ erhebliche Verwirklichungsprobleme entgegenstehen, zumal einem Schiedsgericht nicht die einer staatlichen Organisation ebenbürtigen Institute zur Verfügung stehen. Letzterenfalls wären die Parteien in gleichem Masse wie das Zivilgericht selbst mit der Abklärung der rechtserheblichen Tatbestandsmerkmale überfordert. Dieser Situation entspringt das Bedürfnis nach einer fachkundigen und überparteilichen "Prozessvereinfachungsinstanz", die entsprechend dem deutschen Grundmuster⁵ in der Gestalt eines als "Untersuchungskommission" zu bezeichnenden Schiedsgutachterkollegiums zu finden ist⁶.

Massstab für die Aufgabenerfüllung⁷ bildet auch hier die Feststellungsfunktion des Gutachters: Gleichsam als "Tatsachenrichter"⁸ hat die Untersuchungskommission mit verbindlicher Wirkung sämtliche Verstösse gegen die materiellen Bestimmungen festzustellen. Miteinzuschliessen ist dabei die betragsmässige Fixierung des durch den

4] Vgl. vorne 122ff.

5] Vgl. vorne 75ff.

6] Aus der schweizerischen Literatur zum Schiedsgutachter vgl. A. Bachmann, Der Schiedsgutachter, Diss. Zürich 1949; M. Guldener, Ueber dispositives Recht im zürcherischen Zivilprozess und eidgenössischen Betreibungsrecht, ZSR 1946, 242ff; O. Hagenbüchle, Das Schiedsgutachten im schweizerischen Recht, Diss. Zürich 1952; T. Rüede/R. Hadenfeldt, Schweizerisches Schiedsgerichtsrecht, Zürich 1980, 14ff; H. Sträuli/G. Messmer/F. Wiget, Kommentar zur Zürcherischen Zivilprozessordnung, Zürich 1976, §258; H. R. Suter, Der Schiedsvertrag nach schweizerischem Zivilprozessrecht, ZSR 1928, 27ff; W. Wenger, Zum obligationenrechtlichen Schiedsverfahren im schweizerischen Recht, Diss. Basel 1968, 145ff.

7] Den Grundraster bilden das [zumindest sinngemäss anwendbare] Auftragsrecht gem. Art.394ff OR sowie die zwingenden Normen von §258 II Zürcher ZPO; vgl. Sträuli/Messmer/Wiget, §258 N4.

8] Ausdruck von Guldener, Dispositives Recht, 242. Sinngemäss auch Sträuli/Messmer/Wiget, §258 N2 a.E.

Insider und/oder durch die Signatargesellschaft erzielten Vermögensvorteils. Innerhalb dieses Kompetenzrahmens muss der Kommission mithin auch die Möglichkeit zustehen, gewisse Tatsachen rechtlich zu bewerten und einzuordnen⁹. Die Entscheidung über die materielle Leistungspflicht soll hievon allerdings ausgeklammert bleiben und der Zuständigkeit des ordentlichen Gerichts überantwortet werden.

Es erscheint wenig sinnvoll, dem von einer Untersuchung Betroffenen die Gelegenheit offenzuhalten, die Aktivität der Untersuchungskommission mit der Einleitung gerichtlicher Schritte nach eigenem Gutdünken vorübergehend oder endgültig zu blockieren. Abweichend von der deutschen Verfahrensnorm¹⁰ soll auf die Statuierung einer Sperrwirkungsklausel verzichtet werden. Damit wird dem Betroffenen die vorzeitige Klageerhebung nach wohl überwiegender Meinung zwar nicht verwehrt¹¹. Im Interesse der anspruchsberechtigten Dritten, denen an der vergleichsweise erweiterten Untersuchungskompetenz der Kommission gelegen sein dürfte¹², kann aber sichergestellt werden, dass das Schiedsgutachten selbst dann noch zur Geltung kommt, wenn vor dessen Erstellung ein Anspruch rechtshängig gemacht wird, der in seinen Voraussetzungen vom Gutachten betroffen wird¹³.

b) örtlich

Bei der Bestimmung der örtlichen Zuständigkeit ist davon auszugehen, dass an jeder schweizerischen Wertpapierbörse eine eigene Untersuchungskommission eingerichtet wird. Diese aufwendige Ordnung empfiehlt sich allein wegen der mitunter sehr unterschiedlichen Typizität der lokalen Handelsplätze. Immerhin wäre auch denkbar, für die Börsen jenseits und diesseits der Sprachgrenze je eine gemeinsame Kommission

9] Zur Zulässigkeit dieser Subsumtionstätigkeit ausdrücklich etwa Guldener, Zivilprozessrecht, 598; Wenger, 148f Anm.3 m.w.H.; Wittmann, 44f.

10] Vgl. vorne 76, insbes. Anm.16.

11] So etwa Baumbach/Lauterbach/Albers/Hartmann, §1025 Grundz 3 C; Baumbach/Schwab, 8; Rosenberg/Schwab, 961. A.A. etwa W. Habscheid, Das Schiedsgutachten, in FS H. Lehmann, Bd.2, Berlin/Frankfurt a.M./Tübingen 1956, 806; ders., Aus der höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Schiedsgerichtsbarkeit, KTS 1972, 219.

12] Hervorzuheben ist namentlich, dass die Untersuchungskommission bei ihren Ermittlungen gegen einen Akzeptanten im Gegensatz zu den Zivilrichtern einzelner Kantone [vgl. die Hinweise vorne §9 Anm.22] nicht auf die Mauer des Bankgeheimnisses stossen soll; vgl. dazu hinten 143, 145f und 153.

13] Selbst beim vorne §7 Anm.15 angedeuteten kontroversen Meinungsstand über die prozessualen Wirkungen des Schiedsgutachtervertrages ist dies das gemeinsame Grundanliegen der vertretenen Auffassungen; Wittmann, 70. Schweizerischerseits erachten es Sträuli/Messmer/Wiget, §258 N5 für zulässig, den Prozess bis zum Vorliegen des Schiedsgutachtens zu sistieren, falls damit keine unzumutbare Verzögerung verbunden ist.

zu bestellen. Ihr Sitz hätte sich diesfalls wohl nach der Bedeutung, insbesondere nach den Wertpapierumsätzen der zu einem solchen Untersuchungssprengel zusammengeschlossenen Märkte zu bestimmen.

Bei der interbörslichen resp. interregionalen Kompetenzabgrenzung ist im Interesse der Untersuchungsökonomie grundsätzlich auf die mittelbare Nähe des Betroffenen zur Untersuchungskommission abzustellen. Es erscheint dabei sinnvoll, das mit der erstmaligen Kotierung oder vorbörslichen Einführung der Insiderpapiere entstandene oder entstehende Rechtsverhältnis zwischen Effektenbörse und Signatargesellschaft zum Anknüpfungspunkt zu wählen, zumal sich der Sitz der betreffenden Gesellschaft auch bei einer der originären Emission nachfolgenden Beanspruchung anderer schweizerischer Effektenmärkte im Normalfall nach wie vor im Einzugsbereich ihrer Heimatbörse befinden dürfte. Demgegenüber ist von jenem Kriterium abzusehen, das einzig auf die Zufälligkeit des Transaktionsortes abstützt. Es würde die Untersuchungskommission letztlich doch nicht davon entbinden, mit ihren Ermittlungen -ggf. auch zur Feststellung von Publizitäts- und Geheimhaltungsverstößen- an der Informationsquelle, m.a.W. in der Unternehmenssphäre des Betroffenen anzusetzen.

Doppelte oder gar mehrfache Zuständigkeiten lassen sich insbesondere dort nicht vermeiden, wo mit Insiderpapieren diverser, beispielsweise zu einem Konzern zusammengefasster oder zusammenzufassender Emittenten verschiedener Provenienz gehandelt wird. Zur Vermeidung unnötiger Verfahrensgleichläufe soll für solche Fälle der Kompetenz jener Untersuchungskommission Vorrang gewährt werden, bei resp. von der zuerst konkrete Verfahrensschritte eingeleitet worden sind.

c] persönlich

Die persönliche Zuständigkeit der Untersuchungskommission hat sich allein an der Verpflichtungserklärung des Betroffenen zu orientieren¹⁴. Ihre Grenzen sind freilich identisch mit denjenigen systemimmanenten des Vertragswerks schlechthin.

Es erscheint zweckmässig, die Kommission zu ermächtigen, für Einzelfälle oder auch nur einzelne Untersuchungshandlungen auf eigenen Antrieb und nach eigenem Ermessen weitere natürliche und juristische Personen zur Abgabe entsprechender Verpflichtungserklärungen zu motivieren¹⁵. Mangels eines geeigneten Anerkennungs- bzw. Unterwerfungspartners könnte das Akzept durchaus direkt an den Trägerverein gerichtet werden.

14] Vgl. hinten 152f.

15] Vgl. auch die Anm. der Verbände zu §2 VerfO.

2. Qualifikation

Die Untersuchungskommission hat im wesentlichen folgenden zwei Grundanforderungen zu genügen:

a] Zunächst muss ihre Sachverständigkeit gewährleistet sein¹⁶. Dieses Kriterium soll letztlich für die inhaltliche Richtigkeit des zu erstellenden Gutachtens mitverbürgen. Es bemisst sich allgemein nach der branchen- und berufsmässigen, durch praktische Erfahrung vertieften Sachkunde und dürfte vorliegendenfalls von einem aus qualifizierten Juristen, Bankfachleuten und Revisoren rekrutierten Dreiergremium erfüllt werden.

Der Rang des Vorsitzenden soll dabei durch einen in Handelssachen versierten und im Zeitpunkt der Bestellung amtierenden Oberrichter oder -mangels eines solchen durch einen nach Ausbildung und richterlicher Erfahrung in Handelssachen in gleichem Masse befähigten amtierenden oder ehemaligen Angehörigen einer Gerichtsbehörde bekleidet werden. Diese Auflagen rechtfertigen sich insbesondere deshalb, weil hier mit der schiedsgutachterlichen Tätigkeit -anders als etwa bei der blossen Schadensermittlung in einem Versicherungsfall- in beschränktem Umfang auch die Klärung materiell- und formellrechtlicher Fragen verbunden ist, m.a.W. bis zu einem gewissen Grade richterliche Teilaufgaben zu erfüllen sind.

Das Beisitzeramt, welches durch einen Bankfachmann und einen Revisor verkörpert werden soll, kann zwar [vorderhand] nicht nach entsprechend konkreten Bewertungsmaassstäben besetzt werden. Deshalb ist eine allgemeine und flexible Formel zum Nachweis der erforderlichen Fachkapazität zu wählen. Sie wird die Bestellungsinstanz indessen nicht davon abhalten, beim Bankfachmann eine vertiefte, beispielsweise aus der Tätigkeit als Vertreter einer Ringbank gewonnene Kenntnis des Effektenhandels vorauszusetzen oder den Beizug eines Revisors etwa von dessen langjähriger Tätigkeit als Prüfer einer Publikums-gesellschaft abhängig zu machen¹⁷.

Für allfällige vorübergehende¹⁸ oder dauernde¹⁹ Vakanzen im Vorsitzenden- oder Beisitzeramt ist für dieselbe Amtsperiode eine gleiche Zahl entsprechend befähigter

16] Dazu allgemein und ausführlich Bachmann, 72ff.

17] Die Befähigung des Revisors könnte de lege ferenda vorzugsweise von der Erfüllung der fachlichen Anforderungen der in Art.727b VE verwiesenen bundesrätlichen Spezialverordnung abhängig gemacht werden.

18] Neben der tatsächlichen, allein in der Person eines Kommissionsmitglieds entstehenden Amtsverhinderung, die sich auch auf bestimmte Verfahrensschritte beziehen kann, ist vor allem an den für das gesamte Untersuchungsverfahren wirkenden Ausstand [vgl. hinten 138f] zu denken.

19] In Betracht kommen die Fälle des vorzeitigen Ausscheidens und des dauernden Ausschlusses eines Gutachters; vgl. hinten 138 bzw. 140.

Ersatzmänner zu bestellen. Dabei ist darauf zu achten, dass das an der Ausübung seines Amtes verhinderte Mitglied des Gutachterkollegiums nur von seinem jeweiligen Ersatzmann vertreten werden darf. Im Falle einer dauernden Amtsabwesenheit soll für die restliche Amtsdauer des nachgerückten Ersatzmitglieds wiederum ein den selben Anforderungen genügender Nachfolger bestellt werden.

Für vielschichtige und eine umfassendere Sachverständigkeit erfordernde Sachverhalte ist es dem Untersuchungsgremium darüber hinaus freizustellen, seinerseits geeignete Fachexperten beizuziehen²⁰. Dieses Recht entfliesst abermals dem Postulat materieller Richtigkeit des Gutachtens "im Sinne einer grösstmöglichen Uebereinstimmung seines Ergebnisses mit der Wirklichkeit, d.h. dem Erkenntnisgegenstand"²¹. Die persönliche Aufgabenerfüllung soll dabei immerhin im Vordergrund bleiben.

b] Des weiteren muss die Untersuchungskommission durchwegs Gewähr für ein überparteiliches Handeln bieten²². Dieses Gebot impliziert dreierlei: Zum ersten hat der Trägerverein bereits bei der Ernennung der Schiedsgutachter auf deren kleinstmögliche potentielle Befangenheit zu achten. Zum zweiten soll es namentlich dem Betroffenen unbenommen bleiben, einen in der Person eines Schiedsgutachters bestehenden oder eintretenden Ausstandsgrund geltend zu machen²³. Immerhin wird nach dem Grundsatz von Treu und Glauben davon auszugehen sein, dass der betreffende Ausstandsgrund ausdrücklich und unmittelbar nach dessen Kenntnisnahme geltend gemacht wird, widrigenfalls er als präkludiert gilt²⁴. Schliesslich muss eine unter Verletzung des schiedsgutachterlichen Ueberparteilichkeitsgebots, namentlich unter Missachtung des Verbots der Entscheidung in eigener Sache zustandegekommene Expertise vom Zivilrichter auf Einrede der beschwerten Partei für unverbindlich erklärt und ggf. durch eine amtliche Beweisaufnahme ersetzt werden. Hier ist allerdings insofern restriktiv zu verfahren, als es dieser Partei andererseits auch nicht gestattet sein darf, ihre Ablehnungsbefugnis entsprechend dem u.U. ungünstigen Ausgang der Untersuchung zur Ueberspielung der beschränkten gerichtlichen Nachprüfungsbefugnis zu missbrauchen²⁵.

20] Mit diesem Akt übt das Gutachterkollegium entgegen des vielleicht erweckten Eindruckes noch keine Schiedsgerichtsfunktion aus; vgl. Rüede/Hadenfeldt, 17.

21] Zutreffend Wittmann, 45f; enger Bachmann, 92.

22] Vgl. schon BGE 31 II 693; 26 II 765. Ausführlich zur Unabhängigkeit des Schiedsgutachters Wittmann, 96ff.

23] Vgl. hinten 138ff.

24] Ebenso Bachmann, 79; Sträuli/Messmer/Wiget, §258 Nr. 11a.

25] Detaillierter Wittmann, 126ff, 114f.

3. Willensbildung

Die Bildung des organschaftlichen Willens der Untersuchungskommission soll ausschliesslich in voller [Dreier-]Besetzung erfolgen. In einem kleineren Quorum wäre die Objektivität der Beschlussfassung kaum in zureichendem Masse gesichert. Sodann darf im Interesse der Eindeutigkeit des Beschlussystems verlangt werden, dass sämtliche Mitglieder ihre Stimme abgeben²⁶. Dabei ist durchwegs mit der absoluten Mehrheit der Stimmen zu entscheiden.

4. Amtsdauer

Die Tätigkeit der Untersuchungskommission ist grundsätzlich auf eine bestimmte, beispielsweise vierjährige Amtsdauer zu begrenzen. Nach Ablauf dieser Periode sollen sich die Gutachter jedoch erneut für ihr Amt zur Verfügung stellen können. Andererseits darf ihnen ein vorzeitiges Ausscheiden auch nicht verwehrt werden. Dieser Freiheit sind lediglich dort Grenzen zu setzen, wo ein Untersuchungsverfahren angehoben wird. Diesfalls muss der Austritt vom Vorliegen wichtiger Gründe abhängig gemacht werden²⁷.

Es ist empfehlenswert, den Grundsatz der beschränkten Amtsdauer an einer Stelle zu durchbrechen: Die Kommission soll vor Ablauf ihres Mandats darüber entscheiden können, ob sie ein hängiges Verfahren auch über ihre formelle Amtszeit hinaus eigens zu Ende führen will²⁸. Diese Ausnahme rechtfertigt sich vorab aufgrund des Bedürfnisses nach einem raschen Verfahrensabschluss, für welchen das mit dem Fall bereits vertraute Kollegium eher Gewähr bieten kann. In zweiter Linie gilt es beim Publikum den Eindruck zu vermeiden, mit der Bestellung einer anderen Kommission werde ein im Gange befindliches Verfahren manipuliert²⁹.

5. Ausstand

Nach dem Wortlaut von §258 Abs.2 der Zürcher ZPO ist ein Schiedsgutachten verbindlich, "es sei denn, dass der Gutachter als Schiedsrichter hätte ausgeschlossen

26] Zur Problematik und Interpretation der eine Stimmenthaltungsmöglichkeit vorsehenden deutschen Regelung vgl. Bruns/Rodrian, 438, Erl.3 zu §6 VerfO.

27] Hierin liegt eine Beschränkung des dem Gutachter gem. Art.404 I OR analog zustehenden Kündigungsrechts. In Anlehnung an Art.337 II OR wird man als wichtigen Grund jeden Umstand anzusehen haben, bei dessen Vorliegen dem Ausscheidungswilligen nach Treu und Glauben die Fortsetzung seiner Gutachtertätigkeit nicht mehr zugemutet werden darf.

28] Vgl. auch §1 Nr.11 VerfO.

29] Realistisch Bruns/Rodrian, 438, Erl.11 zu §1 VerfO.

oder abgelehnt werden können, [oder] dass einer Partei bei dessen Bestellung eine Vorzugsstellung eingeräumt wurde...". Damit finden die in §244 ZPO für die Schiedsrichter³⁰ und Schiedsgerichte³¹ geltenden Ausstandsgründe auf die Mitglieder der an der Zürcher Effektenbörse zu konstituierenden Untersuchungskommission entsprechend Anwendung. Für die Mitglieder der in den übrigen Börsenkantonen zu errichtenden Kommissionen steht in den Artikeln 18 und 19 des Schweizerischen Konkordates über die Schiedsgerichtsbarkeit³² inhaltlich eine sehr ähnliche Bezugsregelung bereit³³. Dieser Grundsatz der Anwendbarkeit schiedsrichterlicher Ausstandsgründe³⁴ soll vorliegendenfalls kraft eines allgemeinen Verweises verdeutlicht werden. Demgegenüber erscheint die Verankerung einer eigenständigen und zentralistischen, für die Angehörigen sämtlicher Kommissionen einheitlichen Enumeration der Ausstandsgründe angesichts der tolerierbaren Abweichungen³⁵ nicht erforderlich.

Hinsichtlich der Geltendmachung eines Ausstandsgrundes ist in Analogie zu den für die Schiedsrichterablehnung entwickelten Grundsätzen³⁶ davon auszugehen, dass die Untersuchungskommission ebensowenig wie der Verein als tragende Institution über den Ausstand mit verbindlicher Wirkung entscheiden kann³⁷. Dieser Entscheid muss der Zuständigkeit des ordentlichen Gerichts vorbehalten bleiben, widrigenfalls das Ausstandsrecht als wesentliche Garantie für ein ordnungsgemässes Schiedsgutachter-

30] Für die Schiedsrichter gelangen nebst den daselbst genannten auch die für die Justizbeamten geltenden Ausstandsgründe von §§95 und 96 des Zürcher GVG zur Anwendung; zu alt§§112 und 113 ausführlich etwa W. Hauser/R. Hauser, GVG, Erläuterungen zum Gerichtsverfassungsgesetz des Kantons Zürich, Zürich 1978, 381ff.

31] Angesichts der Neutralität des Trägervereins als Bestellungsinstanz dürfte dieser Ablehnungs- bzw. Unverbindlichkeitsgrund kaum Bedeutung erlangen.

32] Abdr. in AS 1969, 1093ff und bei Rüede/Hadenfeldt, als Anhang I, 373ff. Beitrittsstand Ende 1980: AS 1980, 857 [19 Kantone und Halbkantone, darunter Basel-Stadt, Bern, Genf, Neuenburg, Waadt und St.Gallen].

33] Das Konkordat verweist hinsichtlich der Ausstandsgründe z.T. auf Art.22 und 23 OG; vgl. dazu etwa R. Lanz, Das Konkordat über die Schiedsgerichtsbarkeit vom 27. März 1969, Diss. Zürich 1971 [MaschSchr.], 28ff und W. Birchmeier, Handbuch des Bundesgesetzes über die Organisation der Bundesrechtspflege, Zürich 1950, 24ff.

34] Vgl. auch Guldener, Zivilprozessrecht, 598 Anm.16 lit.b; ders., Dispositives Recht, 243 Anm.171.

35] Im Gegensatz zu §244 II der Zürcher ZPO normiert das Konkordat in Art.18 I nur ein die Ausschluss- und Ablehnungsgründe umfassendes Ablehnungsrecht.

36] Ausführlicher insbes. Rüede/Hadenfeldt, 180 m.w.H. Vgl. auch etwa Baumbach/Schwab, 97; Grimm/Rochlitz/Glossner, 64 N61.

37] M.E. zeitigt auch das in §1 Nr.7 a.E. Verfo statuierte, unter Mitwirkung der übrigen Mitglieder der Prüfungskommission durchzuführende Beschlussverfahren für den Betroffenen keinerlei Verbindlichkeitswirkung.

verfahren verwässert würde³⁸. Im Einklang mit der wohl noch immer herrschenden Auffassung ist dabei der Ausstandsgrund im Prozess über die Verbindlichkeit des Schiedsgutachtens vorfrageweise oder auf dem Weg einer selbständigen Feststellungsklage und nicht in einem dem schiedsgerichtlichen Ablehnungsverfahren nachgebildeten Zwischenverfahren geltend zu machen³⁹.

6. Abberufung

Es ist dem Verein als Bestellungsinstanz seinerseits ausdrücklich ein Mittel in die Hand zu geben, ein Mitglied der Untersuchungskommission seines Amtes aus wichtigem Grund zu entheben⁴⁰. Dies rechtfertigt sich namentlich im Falle der Verbüssung einer Freiheitsstrafe wegen eines entehrenden Verbrechens oder Vergehens⁴¹, bei Konkurs, permanenter Amtsunfähigkeit oder in Fällen von Verstößen gegen die Amtspflicht, z.B. bei einer Verletzung der nachstehend vorgesehenen Geheimhaltungspflicht. Als weiterer, u.U. das gesamte Dreiergremium betreffender Abberufungsgrund fällt schliesslich auch die ungerechtfertigte Verfahrensverzögerung in Betracht.

7. Schweigepflicht

Vorbehältlich der während oder nach Abschluss des Untersuchungsverfahrens zu statuierenden Ausnahmen⁴² haben die Gutachter ebenso wie die kasuell beigezogenen Fachexperten über ihre Tätigkeit und Wahrnehmungen Stillschweigen zu bewahren. Diese Geheimhaltungspflicht dient in erster Linie den Interessen des Betroffenen und kann im Verletzungsfalle zu Schadenersatzansprüchen führen.

II. Verfahren

A. Einleitungsverfahren

Der Grundraster der deutschen Einleitungsmodalitäten⁴³ kann vorliegendenfalls in entsprechendem Zuschnitt übernommen werden. Danach hat die Untersuchungskom-

38] Analog Rüede/Hadenfeldt, 180.

39] Zur h.M. Wittmann, 116f, der sich dieser Auffassung allerdings mit einer ausgewogenen Argumentation entgegenstellt. A.M. auch etwa Bachmann, 80 oder Stein/Jonas/Schlosser, vor §1025 II 3 c.

40] Vgl. entsprechend vorne Anm.27.

41] Darüber hinaus steht den Parteien gem. Art.18 II des erwähnten Konkordates ein spezielles Ablehnungsrecht zu.

42] Vgl. namentlich hinten 144f und 147ff.

43] Vgl. §3 Nr.1 VerFO.

mission das Verfahren aufgrund einer Fremdanzeige, einer Selbstanzeige oder von Amtes wegen an die Hand zu nehmen.

1. Fremdanzeige

Bei der Festlegung der Anzeigeeerfordernisse sind folgende Punkte mitzuberücksichtigen: Mit der Fremdanzeige darf nicht ein Experimentalfeld für die Kompensation von blossen Börsenkursverlusten eröffnet werden. Ebenso wenig soll die Anzeige in ein Instrument zur Diffamierung von Insidern oder Signatargesellschaften dysfunctioniert werden. Andererseits ist jedoch auch davon abzugehen, den Anstoss zur Einreichung einer Anzeige durch allzu stringente Formalvorschriften von vornherein zu lähmen. In Würdigung dieser Aspekte erscheint ein sinngemässer Rückgriff auf den positiven und adäquaten Anforderungskatalog der deutschen Verfahrensordnung empfehlenswert⁴⁴. Die Fremdanzeige ist somit in Schriftform einzureichen und hat folgende Angaben zu enthalten:

- a] Name und Adresse des Anzeigenden;
 - b] Tatsachenbehauptungen, die einen Verstoss gegen die materiellen Bestimmungen schlüssig erscheinen lassen. Auf unsubstantiierte Verdächtigungen soll nicht eingetreten werden;
 - c] Angabe einer bestimmten Person, Personengruppe oder Gesellschaft, die einen Verstoss begangen haben soll;
 - d] Bezugnahme auf bestimmte Vorgänge, sofern dies nicht bereits durch die tatsächlichen Behauptungen gemäss lit.b] vorweggenommen wird;
 - e] Zeitpunkt des behaupteten Verstosses;
 - f] Zeitpunkt, in welchem der Anzeigende von diesem Verstoss Kenntnis erlangt hat.
- Letztere beiden Erfordernisse sollen es der Untersuchungskommission erlauben, verspätet eintreffende Anzeigen im Interesse des Betroffenen a limine abzuweisen. Als verspätet ist die Anzeige etwa dann anzusehen, wenn sie nach Ablauf einer sechsmonatigen Frist seit Kenntnisnahme des Verstosses durch den Anzeigenden, spätestens aber nach Ablauf einer Fünfjahresfrist seit dem Zeitpunkt des angeblichen Verstosses eingereicht wird.

Sobald Anzeige erstattet wird, hat die Untersuchungskommission unverzüglich über ihre Zuständigkeit zu befinden⁴⁵. Erklärt sie sich lediglich in örtlicher Hinsicht für unzuständig, muss sie die Anzeige einschliesslich allfälliger bereits erzielter Ermitt-

44] Vgl. §3 Nr.2 lit.a VerfO.

45] Zur Zuständigkeit vgl. vorne 133ff.

lungsergebnisse an die zuständige Kommission weiterleiten. Negative Kompetenzkonflikte sind dabei kaum zu erwarten. Des weiteren hat die Kommission in diesem Vorverfahren abzuklären, ob die förmlichen Voraussetzungen der Anzeige beachtet und die Fristen zu ihrer Einreichung gewahrt worden sind. Schliesslich soll auch geprüft werden, ob die Anzeige nicht offensichtlich unbegründet ist, um ggf. schikanöse Aktivitäten im Keime ersticken zu können. Für kleinere Mängel ist dem Anzeigenden freilich Gelegenheit zur Berichtigung zu gewähren⁴⁶.

2. Selbstanzeige

Erght von dritter Seite der Vorwurf einer Verletzung der Insiderhandels-, Publizitäts- und/oder [wohl seltener] der Geheimhaltungsnormen, darf es dem sich zu Unrecht verdächtig Fühlenden nicht verwehrt sein, geeignete Entlastungsmassnahmen einzuleiten. Dies rechtfertigt sich insbesondere dann, wenn auf seiten der öffentlichen Medien aufgrund nicht direkt erklärbarer, aber recherchierbarer Börsenkursbewegungen in leichtfertiger Weise Vorwürfe erhoben werden. Um andererseits zu verhindern, dass mit der Selbstanzeige ein unnötiges Selbstreinigungsverfahren in Gang gesetzt werden muss, ist -abgesehen vom Schriftformerfordernis- vorauszusetzen, dass der Anzeigende jene von dritter Seite erhobenen Behauptungen nennt, die einen Verstoß gegen die materiellen Bestimmungen schlüssig erscheinen lassen. Selbstbeziehungsmöglichkeiten brauchen darüber hinaus nicht mitverankert zu werden.

Im übrigen sollen die an die Fremdanzeige angelegten Entscheidungs- und Verhaltensmassstäbe entsprechend Anwendung finden.

3. Einleitung von Amtes wegen

Der Untersuchungskommission ist ein Mittel in die Hand zu geben, über einen möglichen Verstoß gegen die materiellen Vorschriften auch unabhängig von der Erstattung einer Anzeige Ermittlungen anzuheben. Dieses Einleitungsinstrumentarium soll rasch verfügbar sein und mit einem Minimum an Auflagen verknüpft werden. So dürfte es ausreichen, das Vorermittlungsrecht an einen absoluten Mehrheitsbeschluss zu binden. Jenseits dieses Beschlusses ist die Kommission indes nicht daran zu hindern, in eigener Regie Verdachtsmomente zu ermitteln und belastende Umstände aufzuspüren⁴⁷, widrigenfalls sie schon in dieser Initialphase des Verfahrens und trotz

46] Vgl. auch Bruns/Rodrian, 438, Erl.2.c] zu §3 VerFO sowie Schwarck, BörsG, 535 N2.

47] So aber ausdrücklich §3 Nr.4 lit.b a.A. VerFO. Danach bietet gem. Bruns/Rodrian, 438, Erl.4.b] zu §3 VerFO selbst "ein beachtlicher Kursanstieg kurz vor dem Bekanntwerden eines günstigen Umtauschangebots für sich allein kein Anlass, ein Prüfungsverfahren einzuleiten, obwohl vermutet werden kann, dass der Kursanstieg durch Käufe von Insidern hervorgerufen wurde" [Hervorhebung durch d. Verf.].

ihrer unmittelbaren Effektenmarktnähe in eine Passivrolle abgedrängt würde und die Basisnachforschung in praxi auch künftig vornehmlich dem nicht immer streng pragmatischen Wirken öffentlicher Medien vorbehalten bliebe.

Dieses Einleitungsinstrument würde denaturiert und die Grenze zur Ermittlungsbefugnis im Hauptverfahren verwischt, wollte man der Kommission schon hier ein uneingeschränktes, mit Kontrollrechten gekoppeltes Auskunftsrecht zubilligen. Andererseits wird das Vorermittlungsrecht gerade und allein im Hinblick auf mögliche Insiderverstösse regelmässig in jenen Fällen nicht zum gewünschten Erfolg führen, in denen sich die aus gewissen [Markt-]Geschehnissen geschöpften blossen Vermutungen einer Verletzung der genannten Unterlassungspflichten zwar zu einem handfesten Verdacht konkretisiert haben, eine schlüssig erscheinende Aussage über die Identität der beteiligten Insider vorerst aber nicht getroffen werden kann. Fehlt der Kommission zur Erreichung des für die Eröffnung des eigentlichen Ermittlungsverfahrens⁴⁸ massgeblichen Schlüssigkeitsniveaus einzig jenes Element in der Datenreihe, ist ihr für solche Fälle ein funktionsgebundenes, personell indes nur grob umgrenztes Auskunftsrecht zuzuerkennen. Sie soll sich dadurch freilich noch nicht in die Lage versetzt sehen, mit ihren Nachforschungen eo ipso direkt bei der [Depot-]Bank des Auskunftspflichtigen anzusetzen. Hiezu bedarf es wiederum einer ausdrücklichen Ermächtigungsgrundlage, die in diesem Verfahrensabschnitt in deutlichem Kontrast zur Auskunftregelung im Hauptverfahren⁴⁹ auf die punktuelle Richtigkeits- und Vollständigkeitskontrolle beschränkt bleiben soll⁵⁰.

4. Einstellung

Ziel des Einleitungsverfahrens ist es, mittels der eingegangenen und/oder eigens eingeholten Fakten und Beweise eine Entscheidungsgrundlage für die Frage zu bilden, ob ein Verstoss gegen die materiellen Handlungs- und Unterlassungspflichten schlüssig erscheint oder nicht. Das Bedürfnis nach dieser Zwischenentscheid erklärt sich hauptsächlich aus dem Bestreben, unwirtschaftliche Verfahrensschritte zu vermeiden.

Gelangt die Untersuchungskommission aufgrund des gesammelten Materials zu dem Ergebnis, dass ein Verstoss nicht schlüssig erscheint, hat sie die Einstellung des

48] Vgl. hinten 144f.

49] Vgl. hinten 145f.

50] Damit entsprechen diese Verfahrensrechte in ihren Grundzügen den Vorermittlungsrechten von §3 Nr.4 lit.b und c VerfO. Die zu beobachtenden Kautelen unterscheiden sich jedoch deutlich.

Verfahrens zu verfügen. Es soll ihr diesfalls jedoch nicht verwehrt sein, das Verfahren bei Vorliegen neuer Tatsachen oder Beweismittel in einem späteren Zeitpunkt unter denselben Voraussetzungen wieder aufzunehmen. Dies rechtfertigt sich namentlich dann, wenn ihr Informationen zugetragen werden, wonach der von einer Vorermittlung Betroffene Kollusionsaktivitäten in Gang gesetzt hat, oder wenn ein anfängliches und gewichtiges Beweiserhebungshindernis nachträglich dahinfällt.

Die Deckung der Kosten eines sistierten Untersuchungsverfahrens hat im Regelfall durch die beteiligten Organisationseinheiten, primär durch den Trägerverein, zu erfolgen⁵¹. Davon abweichend sollen die Verfahrenskosten in vollem oder beschränktem Umfang dem Betroffenen auferlegt werden, falls er in zu missbilligender Weise auf das Verfahren eingewirkt hat, falls er m.a.W. durch ein ethisch vorwerfbares, d.h. leichtfertiges oder verwerfliches Handeln oder Unterlassen die Durchführung der Vorermittlungen unnötig erschwert hat. Bei der Prüfung des fehlerhaften Verhaltens muss sich die Kommission allerdings allein schon deshalb angemessene Zurückhaltung auferlegen, weil diese Verfahrenssanktion nicht in eine verdeckte private Verdachtsstrafe umgewandelt werden darf. Ergibt sich im Rahmen jener Prüfung hingegen ein gutzuheissendes Benehmen des Betroffenen, ist ihm -gewissermassen als Gegenstück zur Kostenaufgabe- ein Anspruch auf Ausrichtung einer angemessenen Entschädigung zuzuerkennen. Massstab für die Höhe der Entschädigung sollen dabei die dem Betroffenen erwachsenen wesentlichen Kosten und Umtriebe bilden.

Hinsichtlich der an die Verfahrensinitianten zu adressierenden Kundgabe des Einstellungsbeschlusses kann auf die bereits verschiedenorts erfolgten, teilweise auch für die deutschen a limine-Rückweisungsbeschlüsse gemachten Ausführungen verwiesen werden⁵². Darüber hinaus erfordert nicht zuletzt der vorgeschlagene Kostenaufgabe- bzw. Entschädigungsmechanismus eine entsprechende Unterrichtung des Betroffenen.

B. Hauptverfahren

1. Eröffnung

Lassen die im Laufe des Einleitungsverfahrens eingegangenen und/oder selbst eingeholten Informationen und Unterlagen bezüglich "Tatobjekt", "Tathandlung" und "Täterkreis" den Schluss eines Verstosses gegen die materiellen Bestimmungen zu,

51] Vgl. hinten 151.

52] Vgl. spezifisch vorne 80.

hat die Untersuchungskommission die Durchführung des eigentlichen Ermittlungsverfahrens zu beschliessen. Dieser Beschluss soll nicht zuletzt im Interesse einer späteren Oeffentlichkeits- und damit Erfolgskontrolle auch dann ergehen, wenn sich während der offiziellen Vorermittlungen Zweifel über den voraussichtlichen Erfolg weitergehender Untersuchungsmassnahmen ergeben.

In Verwirklichung des beim Eröffnungsbeschluss der deutschen Verfahrensordnung umrissenen Konzepts⁵³ hat die Kommission eine duale Orientierungspolitik zu verfolgen: Es bedarf einestheils einer individuell-konkreten Benachrichtigung des Betroffenen, andernteils einer überindividuell-abstrakten Kundgabe durch öffentliche Publikationsorgane. Ersteres entspringt mithin schon dem Streben nach einem objektivierbaren Ausgangspunkt für das Einsetzen der zwischen Kommission und Betroffenen spielenden Auskunftsrechte und -pflichten, letzteres trägt den berechtigten Kommunikations- und Rechenschaftswünschen Aussenstehender Rechnung. In beiden Fällen muss indes an eine restriktive Handhabung des Verlautbarungsinhalts erinnert werden.

2. Auskunftsrechte

Die Auskunftsrechte der Untersuchungskommission nehmen in der Gesamtskala der Verfahrenseffizienz bekanntlich eine bedeutsame Stellung ein. Kann man sich in zivil- und strafgerichtlichen Verfahren der verschiedensten Beweismittel bedienen, spielt gerade in einer auf privater Selbstverpflichtung basierenden Regelung die aktive und passive Mitwirkung der Verfahrensadressaten eine zentrale Rolle. Wenn gleich nicht verkannt wird, dass das Funktionieren der Auskunftsmechanismen im Einzelfall unter dem tatsächlichen Vorbehalt der Bereitschaft des Pflichtigen steht, soll vorliegendenfalls eine weitgefasste, allein am Merkmal der "Erforderlichkeit" orientierte Kann-Vorschrift zur Einholung von Auskünften des Betroffenen statuiert werden. Zu ihrer Verstärkung ist für die Fälle einer Untersuchung von Verstössen gegen die zentralen Insidervorschriften ein autonomes und direktes Recht der Kommission zur Vornahme von Ermittlungen bei den [Depot-]Banken des Betroffenen vorzusehen. Die Kombination dieser Behelfe könnte allerdings noch immer nicht als vollwertig eingestuft werden, würde nicht die Gegenseite der Obligation mit Wirkung für die Zukunft durch ein inhaltlich entsprechendes Pflichtenheft abgesichert⁵⁴.

Inwiefern die Auskunftsmöglichkeiten der Kommission den in sie gesteckten Erwartungen genügen, hätte sich in der Praxis zu erweisen. In Anbetracht der erhöhten

53] Vgl. vorne 81f.

54] Vgl. hinten 153.

moralischen Bindungswirkung eines Ehrenkodexes sowie der Tatsachen, dass sich einerseits wohl die Mehrheit der kontaktierten Banken als Akzeptanten der Gesamtregelung bei Befreiung vom Bankgeheimnis zur Erteilung von Auskünften auch bereiterklären würde, andererseits dem Betroffenen durch die Feststellung der Kommission selbst bei Verweigerung der Auskunft unangenehme Konsequenzen erwachsen dürften⁵⁵, könnte aber eine zuversichtliche Prognose gestellt werden.

3. Weiterer Gang der Ermittlungen

Mit Bezug auf die Vornahme der entscheidenden Ermittlungsschritte ist der Kommission grösstmögliche Freiheit zu gewähren. Abgesehen von einer Verknüpfung ihrer Untersuchungshandlungen mit dem Gebot pflichtgemässen Ermessens soll ihr angesichts der Vielschichtigkeit der zu überprüfenden Tatbestandselemente die uneingeschränkte Wahl der Mittel überlassen bleiben. Dies ermöglicht am ehesten die materielle Wahrheitsfindung und entspricht damit vollumfänglich dem Zweck des Schiedsgutachterinstituts⁵⁶.

4. Rechtliches Gehör

Die Gewährung rechtlichen Gehörs als dem "Eckpfeiler des gesamten Zivilprozessrechts und jedes geordneten Verfahrens"⁵⁷ empfängt ihre Legitimität in erster Linie aus der materiellrechtlichen Feststellungswirkung des Schiedsgutachtens, sodann aber auch aus der praktischen Tatsache, dass der Betroffene das Gutachten um so eher als richtig anerkennen und auf eine gerichtliche Anfechtung verzichten wird, wenn ihm vor dessen Erlass Gelegenheit zur Darlegung seines Standpunkts geboten wird⁵⁸. Die Verletzung des Anspruchs auf rechtliches Gehör bildet u.U. sogar einen selbständigen Unwirksamkeitsgrund für das Gutachten⁵⁹. Eine Verankerung des Gehörsanspruchs um seiner selbst willen könnte sich demnach als überflüssig erweisen⁶⁰. Soll ihm dennoch Nachachtung verschafft werden, geschieht dies allein im Hinblick auf den Zeitpunkt der Geltendmachung. Hierbei sind folgende Gesichtspunkte wegleitend: Zum einen wirkt eine frühzeitige Wahrnehmung der Rechte auf Akteneinsicht, Stellung-

55] Vgl. hinten 148.

56] Allgemeiner Bachmann, 90, m.w.H. Anm.6.

57] Baumbach/Lauterbach/Albers/Hartmann, §128 Grundz 4.

58] Ausführlicher und zutreffend Wittmann, 132, 133.

59] Vgl. etwa Rosenberg/Schwab, 1014; Sträuli/Messmer/Wiget, §258 N6 lit.a.

60] Zweifel dringen durch bei Bachmann, 91f.

nahme und Gegenbeweis realistischerweise als Störfaktor, wenn nicht gar als dauerndes Hindernis im Untersuchungsablauf. Zum andern droht eine Verwässerung der genannten Gehörsrechte, falls sie nicht in der Weise "rechtzeitig" ausgeübt werden können, dass sie das Gutachten noch wirkungsvoll zu beeinflussen vermögen⁶¹. Daraus erhellt, dass sich der Gehörsanspruch auf der Verfahrenssache zwischen den [einstweiligen] Abschluss der Ermittlungen und die Beschlussfassung über den Ermittlungsgegenstand schieben muss. Diese Beschränkung braucht allerdings nicht auf das Recht auf Beizug eines Verteidigers ausgedehnt zu werden; es ist dem Betroffenen während des ganzen Verfahrens ein Anspruch auf Vertretung bzw. Verbeiständung zuzuerkennen.

5. Entscheidung

Zentrales Thema der Kommissionsentscheidung soll in Rezeption der deutschen Vorlage die förmliche Feststellung bilden, dass ein Verstoss gegen die materiellen Bestimmungen vorliegt, nicht vorliegt oder nicht bewiesen werden kann⁶². Dem Institut des feststellenden Schiedsgutachtens steht dabei in keiner Weise entgegen, diesen Entscheid in freier Würdigung der Beweise zu treffen⁶³. Grundbedingung ist gerade und allein die optimale Deckungsgleichheit von Gutachten und materieller Wahrheit. Letztere findet im Grundsatz der freien Beweiswürdigung ihre logische Verlängerung.

Mit der förmlichen Feststellung sind -je nach deren Gehalt- unterschiedliche materielle und immaterielle Rechtsfolgen zu verknüpfen:

a] Gelangt die Kommission zu einem positiven Befund, womit im Grunde aus rechtlicher [Abgrenzung der sog. Bagatelldaten durch die Sachnormen] sowie aus tatsächlicher Perspektive [natürliche Beschränkung der Ahnungsmechanismen auf markante Vorkommnisse] bereits impliziert wird, dass kein leichtzunehmender Verstoss vorliegt, erscheint eine weitgehende Rücksichtnahme auf die persönlichkeitsrechtlichen Schutzansprüche des Betroffenen abweichend vom deutschen Modell⁶⁴ nicht mehr angezeigt. Daher soll folgender Sanktionsmodus verwirklicht werden: Mit der Auflage vertraulicher Behandlung hat die Kommission im Falle eines Verstosses gegen die zentralen Insidervorschriften den betroffenen Insider, die Organe der Signatargesellschaft sowie,

61] Vgl. auch Wittmann, 133, m.w.H. Anm.181.

62] Vgl. §5 Nr.1 VerfO.

63] A.M. und o.Begr. Sträuli/Messmer/Wiget, §258 N5.

64] Vgl. §5 Nrn.3, 5 und 6 VerfO.

sofern ein Insiderverstoss im weiteren Unternehmens- oder Geschäftsbeziehungsfeld der Signatargesellschaft festgestellt worden ist, auch die Organe jener Gesellschaften zu unterrichten. Damit ist der Weg für erste unternehmensinterne Dispositionen zu lasten des Betroffenen selbst dann geebnet, wenn dieser gegen die nachstehenden Verfahrenssanktionen der Kommission mit [vorläufigem] Erfolg Opposition erhebt. Im Falle eines Verstosses gegen die flankierenden Insidernormen genügt demgegenüber eine Benachrichtigung der Organe der betroffenen Signatargesellschaft resp. Signatarbank. Orientierungsgegenstand soll dabei einheitlich eine Kopie des schriftlich motivierten Entscheides bilden.

In materieller Hinsicht ist der Betroffene alsdann in vollem Umfang zum Ersatz der Verfahrenskosten zu verpflichten. In immaterieller Hinsicht hat die Kommission nach Ablauf einer einmonatigen Wartefrist, binnen welcher der Betroffene auf dem Gerichtsweg entsprechende Abwehrmassnahmen einleiten kann, geeignete Vorkehrungen zur lückenlosen, ihn demgemäss auch erkennbar machenden Publikation ihrer Feststellung zu treffen. Ist letztere im Falle von Verstössen gegen die Publizitäts- bzw. Geheimhaltungsbestimmungen ausschliesslich als Sanktionsinstrument vorgesehen, muss ihr bei Insiderverstössen zusätzlich die Funktion einer konkreten Orientierung der im kritischen Zeitraum auf der Marktgegenseite operierenden und dementsprechend übervorteilten Investoren zufallen. Ihnen wird damit auch praktisch die Möglichkeit zur Erhebung gerichtlicher Leistungsklagen erschlossen.

b] Gelangt die Kommission zu einem Negativbefund, soll -allein was die individuell-konkrete Benachrichtigung des Betroffenen sowie gewisser Gesellschaftsorgane anbetrifft- nach vorstehendem Schema vorgegangen werden. Hinsichtlich der inneren Zielrichtung dieser Massnahme ist mit Bezug auf untersuchte Insiderverstösse zu unterscheiden: Liegt kein Verstoß vor, entspricht eine Orientierung unternehmensinterner, z.T. auch unternehmensexterner Stellen regelmässig dem "Rehabilitationsinteresse" des Betroffenen, kann ein Verstoß nicht bewiesen werden, was mithin auf aktive und/oder passive Verdunkelungsschritte des Betroffenen zurückzuführen sein mag und seinerseits schriftlicher Begründung bedarf, bietet dieser Entscheid wiederum Anlass zur Verhängung firmeninterner Disziplinar-massregeln.

In Anlehnung an die zur Einstellung des Verfahrens errichteten Grundsätze soll die Kommission betr. Kostenaufgabe und Entschädigung je nach dem Verhalten des Betroffenen auch hier eine differenzierte Haltung einnehmen. Für Einzelheiten kann entsprechend auf die obigen Ausführungen verwiesen werden⁶⁵.

65] Vgl. vorne 144.

Im Interesse zufriedenstellender Oeffentlichkeitsarbeit der Kommission bedarf es schliesslich einer angemessenen Überindividuellen Kundgabe der genannten Feststellungen. Die Ausgestaltung des Verlautbarungsinhalts hat dabei den Geboten weitgehender Offenlegung der Entscheidungsgründe einerseits und tunlichster Wahrung der Geheimsphäre des Betroffenen andererseits Rechnung zu tragen⁶⁶. Innerhalb dieses Rahmens kann der Kommission freie Hand gewährt werden.

c] Abschliessend soll skizziert werden, unter welchen Umständen die Bindungswirkung des Kommissionsgutachtens im Prozess ausnahmsweise und generell durchbrochen werden kann.

Einstimmigkeit herrscht zunächst über die rechtliche Beurteilung eines unter Verletzung ausdrücklich vereinbarter Regeln zustandegekommenen Schiedsgutachtens: Vermögen die Gutachter den vertraglich vorausgesetzten Qualifikationen nicht zu entsprechen, verstossen sie gegen vertraglich vereinbarte Verfahrensbestimmungen oder überschreiten sie die Grenze der ihr zuerkannten Feststellungsmacht, führt dies regelmässig zu dessen Wirkungslosigkeit⁶⁷. Immerhin wird dabei vorauszusetzen sein, dass die Widerhandlung gegen eine Gutachtervertragsklausel eine gewisse Tragweite aufweist.

Weitgehend gefestigt erscheinen sodann auch die Auffassungen über die Zulässigkeit einer beschränkten inhaltlichen Wirksamkeitskontrolle des Schiedsgutachtens. Danach kann der Nachweis erbracht werden, "dass es offenbar ungerecht, willkürlich, unsorgfältig, fehlerhaft oder in hohem Grade der Billigkeit widersprechend ist⁶⁸ oder auf falscher tatsächlicher Grundlage beruht"⁶⁹. Dabei genügt allerdings nicht jede sachliche Unrichtigkeit; "vielmehr ist eine offenkundige, d.h. für jeden Sachverständigen bei sorgfältiger Prüfung sofort in die Augen springende Abweichung von der wirklichen Sachlage erforderlich"⁷⁰. Diese zum Terminus der "offenbaren"⁷¹ Unrichtigkeit"

66] Vgl. auch den gleichläufigen, allerdings auch die einfache positive Kommissionsfeststellung umfassenden Erweiterungsvorschlag zu §5 VerfO vorne 85.

67] Vgl. namentlich Wittmann, 84.

68] Für das feststellende Gutachten ist durchwegs die wirkliche Sachlage massgebend; für eine Applikation von Billigkeitsgrundsätzen fehlt dabei jeglicher Raum; vgl. Bachmann, 107f; Baumbach/Schwab, 11.

69] BGE 71 II 295, 67 II 148.

70] BGE 67 II 148.

71] §258 II a.E. ZH ZPO verwendet den eingeschränkten Begriff der "offensichtlichen" Unrichtigkeit.

zusammengefasste Rechtsprechung erfuh vorab auf deutscher Seite eine Nuancierung, auf die hier nicht näher eingetreten werden kann⁷².

III. Kostenregelung

A. Kostenberechnung

Die dem Verein und den Untersuchungskommissionen aus der Erfüllung ihrer Funktionen erwachsenden Gesamtkosten gliedern sich zunächst auf in die verschiedenorts bereits erwähnten Verfahrenskosten im eigentlichen Sinne sowie die übrigen, namentlich für die Einrichtung und Bereithaltung der Kommissionen aufzuwendenden Beträge. Bilden letztere allein Gegenstand des späteren Innenausgleichs unter den beteiligten Organisationseinheiten, bedarf die Zusammensetzung der Verfahrenskosten im Interesse des ersatzpflichtigen Betroffenen näherer Bestimmung: In zeitlicher Hinsicht hat die Bemessung bereits mit der Anhebung des Einleitungsverfahrens einzusetzen, widrigenfalls die Initiative zur Durchführung der aufwendigen Vorermittlungen de facto gelähmt werden könnte. Inhaltlich soll der gesamte durch das Verfahren direkt verursachte Aufwandbereich erfasst werden. Dazu zählen einerseits die tatsächlichen Auslagen [z.B. Kosten für beigezogene Fachexperten, Reise-, Post-, Zustellungs- und Schreibgebühren⁷³, ggf. Publikationskosten etc.], andererseits die Honorare der mit der Untersuchung befassten Kommissionsmitglieder. Bei der Honorarberechnung könnte in Anlehnung an das deutsche Regelwerk der Wert des Streitgegenstands zum Anhaltspunkt gewählt werden⁷⁴. Dies würde indes zum ersten die Errichtung eines eigenen Streitwerttarifs bedingen, da nicht auf ein entsprechendes Bundesspezialgesetz zurückgegriffen werden kann. Zum zweiten sähe sich die Kommission wohl vermehrt zur Fällung eines Ermessensentscheids veranlasst, liesse sich doch der Streitwert bei Insiderverstössen durch Tip-Weitergabe sowie bei Publizitäts- und Geheimhaltungsverstössen in aller Regel nicht ziffernmässig feststellen oder zumindest ausreichend bestimmen. Zum dritten gilt es allenfalls zu verhindern, die Kommissionsmitglieder finanziell am Ergebnis der betragsmässigen Ermittlung eines durch Insiderverstoss erzielten Vermögensvorteils zu interessieren und damit die objektive Begutachtung zu gefährden. In Würdigung dieser Aspekte ist jener Berech-

72] Ausführlich und stellvertretend für viele Wittmann, 89ff.

73] Ausführlich die Anm. der Verbände zu §7 VerfO.

74] Vgl. §7 Nrn.2 und 3 VerfO.

nungsmodus vorzuziehen, bei dem allein auf den effektiven Arbeits- und Zeitaufwand abgestützt wird. Damit kann dem Volumen und der Schwierigkeit des Untersuchungsgegenstandes automatisch Rechnung getragen werden, so dass mit Bezug auf jene Beweiserhebungen und -würdigungen, die das durchschnittliche Mass deutlich über- oder unterschreiten, von einer Ausnahmeregelung abgesehen werden kann. Die Bestimmung des marktkonformen und einheitlichen Berechnungsansatzes soll in ausschliesslicher Zuständigkeit des Trägervereins erfolgen.

B. Kostendeckung

Lautet der Spruch nach Abschluss des Einleitungs- oder Hauptverfahrens dahin, der Betroffene sei in vollem oder teilweisem Umfang zum Ersatz der Auslagen und Gutachterhonorare verpflichtet, hat sich nicht die Untersuchungskommission, sondern der Trägerverein als betreibungsrechtlich rechts- und handlungsfähige Person um die Einforderung dieses Geldbetrages zu kümmern.

Jene Verfahrenskosten, für die der Betroffene nicht einzustehen hat, sowie für die Vorhaltekosten der Kommissionen und die dem Verein aus seiner Oberherrschaft erwachsenden Ausgaben könnten auch hier nach komplexen Umlageschlüsseln über die beteiligten Spitzenverbände auf die Signatargesellschaften verteilt werden⁷⁵. Allein die Berechnung der mit jedem Neuakzept, jeder Veränderung im Grundkapital usw. variierenden Umlagequoten würde bei den beteiligten Organisationen zu erheblichen administrativen Mehrbelastungen führen. Praktikabler erscheint vorliegendenfalls eine in den Vereinsstatuten niedergelegte, mittels wiederkehrender Verbandsbeiträge finanzierte Aeufnung eines Vereinsfonds zur Deckung der genannten Kosten. Inwiefern sich die Verbände ihrerseits im Innenverhältnis für die zu entrichtenden Beiträge erholen, ist ihnen freizustellen.

C. Kostenvorschüsse

Im Interesse einer ungehinderten Amtsausübung vorab bei langwierigen Untersuchungsverfahren hat der Verein auf Begehren der Kommission für die erforderlichen Kostenvorschüsse besorgt zu sein. Auch aus dieser Sicht empfängt die vorstehend vorgeschlagene Bereitstellung vereinseigener Ressourcen ihren Sinn.

75] So die Lösung von §8 Nr.1 VerfO.

§ 13 DIE VERPFLICHTUNGSERKLÄRUNGEN

Ging es in den vorstehenden Anregungen zur Ausgestaltung der materiellen und formellen Komponenten einer nicht-staatlichen Insiderregelung im Grunde hauptsächlich um die Optimierung der juristisch-praktischen Grenzwerte, entscheidet freilich allein die Quantität der als Vertragswerke erster oder zweiter Stufe zu klassifizierenden "Reverse" über den Durchbruch zum tatsächlichen Erfolg. Dieser neuralgische Bereich soll und kann denn auch nur mit einem Minimum an förmlichen Auflagen verknüpft werden.

I. Anerkennung

Gründe der Praktikabilität lassen es angezeigt erscheinen, neben [und in teilweiser Ueberschneidung zu] den Publikumsgesellschaften auch die mit ihnen in Geschäftsverbindung stehenden, zu Geheimhaltungsmassnahmen spezifischer Ausprägung zu verpflichtenden Bankinstitute¹ in die obere Vertragsstufe des Ehrenkodexes miteinzubeziehen. Adressaten der formfrei und vorbehaltlos abzugebenden Willensäusserungen sind dabei die jeweiligen Verbände. Ihnen gegenüber haben sich die anerkennenden Gesellschaften implizite und allgemein ausgedrückt zur Einhaltung sämtlicher an sie gerichteter Handlungs- und Unterlassungsvorschriften zu verpflichten. Hiedurch nicht ipso iure abgedeckt und daher einer gesonderten Verankerung würdig ist sodann auch die Aufgabe dieser Akzeptanten, die Insider ihres Unternehmens- und Geschäftsbereichs mit allen verfügbaren [notfalls auch repressiven] Mitteln ihrerseits geschlossen zur Abgabe der Unterwerfungserklärungen anzuhalten.

II. Unterwerfung

Teils um den Insidern die Tragweite ihres Akzepts deutlicher vor Augen zu führen, teils auch um die spätere Beweislage zu sichern, soll die Gültigkeit der Unterwerfung von der Beobachtung der einfachen Schriftform abhängig gemacht werden. Eine förmliche Integration dieser Willensäusserung in die bestehenden oder entstehenden Grundverträge zwischen den Signatargesellschaften und ihren Insidern erscheint in der Mehrzahl der Fälle zwar ratsam, braucht indes nicht expressis verbis vorgegeben zu werden. Auch in bezug auf die inhaltliche Ausgestaltung der Unterwerfungserklärungen

1] Vgl. dazu vorne 131.

ist den Signatargesellschaften freie Hand zu gewähren². Angesichts der zentralen Bedeutung der Sachverhaltsaufklärung für die Durchsetzbarkeit einer Insiderregelung, insbesondere aber im Bestreben, dem Betroffenen den naheliegenden Fluchtweg in die Geheimsphäre der Banken von vornherein zu versperren, empfiehlt sich hier indes die Statuierung einer Ausnahme: Im Interesse einer Festigung der Auskunftskompetenz der Untersuchungskommission soll sich der Insider ausdrücklich dazu verpflichten, für den Fall eines gegen ihn angehobenen [Vor-]Ermittlungsverfahrens sämtlichen Auskunftsbegehren zu entsprechen. Dazu zählt namentlich die Benennung all jener Banken, die für ihn während des kritischen Zeitraumes Insiderpapiere gehandelt oder verwahrt haben oder diese im Moment der Untersuchung noch immer verwahren. Im weiteren hat er ebenfalls mit Wirkung für die Zukunft auf den Schutz des Bankgeheimnisses zu verzichten. Da nicht mit Sicherheit davon ausgegangen werden kann, dass sich besonders die ausländischen Bankinstitute selbst bei Befreiung von der Geheimnispflicht auch tatsächlich zur Auskunftserteilung bereiterklären würden, soll sich der Insider mit seinem Revers in gleicher Weise dazu verpflichten, die genannten [Depot-]Banken zur Preisgabe der gewünschten Informationen direkt anzuweisen³.

III. Fortgeltung

Eine der entscheidenden Qualitäten eines privatvertraglichen Insiderkodexes liegt in seiner erleichterten Revidierbarkeit. Dies wurde bereits mehrfach hervorgehoben. In aller Regel wird jedoch eine Revision gleichzusetzen sein mit einer Aenderung des durch Anerkennung oder Unterwerfung akzeptierten Vertragsinhalts. Dadurch wiederum sähen sich die Verbände und Gesellschaften jeweils zu einer Wiederaufnahme der kostenträchtigen Akzeptationsverfahren genötigt. In Anlehnung an die von den deutschen Signatargesellschaften geübte Praxis⁴ soll der Kodex deshalb mit einer entsprechenden Fortgeltungsklausel bestückt werden, derzufolge allfällige Aenderungen uneingeschränkte Verbindlichkeit erlangen, sofern die Verpflichteten nicht fristgerecht Opposition erheben.

2) Einzig die Insider-Regeln i.d.F. 1970 enthielten gewisse Mustererklärungen [für die Fundstellen vgl. vorne §4 Anm.51]; im Hinblick auf die Unterwerfung der Vorstandsmitglieder wurde folgender Wortlaut empfohlen: "Herr/Frau ... erkennt die beigegeführten 'Richtlinien für Insider-Geschäfte ...', deren Inhalt einen Bestandteil dieses Vertrages bildet, als für sich verbindlich an"; für die Aufsichtsratsmitglieder lautete die Formulierung: "Von den mir übersandten 'Richtlinien für Insider-Geschäfte ...' habe ich Kenntnis genommen und erkenne sie in meiner Eigenschaft als Mitglied des Aufsichtsrates als für mich verbindlich an"; für die Angestellten wurden demgegenüber alle wesentlichen Pflichten ausformuliert. Zur heutigen deutschen Praxis vgl. vorne §5 Anm.102.

3) Ebenso der Erweiterungsvorschlag zu §3 letzter Halbsatz IHR von Bruns/Rodrian, 436, Erl.8 zu §3 IHR.

4) Vgl. vorne §4 Anm.53.

§ 14 AUSFORMULIERTER LOESUNGSVORSCHLAG

Die in dieser Arbeit gewonnenen Erkenntnisse führen zu folgendem als Diskussionsgrundlage zu verstehenden Lösungsvorschlag:

Regeln zur Eindämmung von missbräuchlichen Insiderpraktiken im Effektenhandel

Erster Abschnitt Allgemeine Bestimmungen

Art. 1

Insider dürfen Geschäfte in Insiderpapieren auf Grund von Insiderinformationen weder zu eigenem Vorteil noch zum Vorteil Dritter abschliessen oder abschliessen lassen. Sie dürfen Dritten von Insiderinformationen auch keine Mitteilung machen oder sonstige Hinweise oder Empfehlungen geben; ihre gesetzlichen, statutarischen und beruflichen Pflichten bleiben vorbehalten.

Art. 2

Insider sind:

1. Organe der Gesellschaft
2. Aktionäre, einschliesslich deren Organe, sofern sie am Kapital der Gesellschaft mit mehr als zehn Prozent beteiligt sind
3. Organe von Konzernunternehmen, sofern sie Kenntnis von Insiderinformationen zu erlangen pflegen
4. Berater und andere Geschäftspartner des Unternehmens, einschliesslich deren Organe, sofern sie Kenntnis von Insiderinformationen zu erlangen pflegen
5. mit dem Unternehmen in Geschäftsverbindung stehende Banken sowie deren Organe, die Kenntnis von Insiderinformationen zu erlangen pflegen
6. Angestellte der vorgenannten Unternehmen, sofern sie Kenntnis von Insiderinformationen zu erlangen pflegen.

Art. 3

¹Insiderpapiere sind Effekten, die von der Gesellschaft, von einem Konzernunternehmen, von einem mit der Gesellschaft durch Konzernierung oder Fusion zusammenzuschliessenden Unternehmen oder von diesen Konzernunternehmen ausgegeben und an einer inländischen Wertpapierbörse kotiert oder in den vorbörslichen Handel einbezogen sind.

²Der Kotierung an einer inländischen Wertpapierbörse steht das öffentliche Angebot der Papiere mit dem Hinweis auf die beabsichtigte Einführung an einer inländischen Wertpapierbörse gleich.

Art. 4

¹Insiderinformationen sind allgemein nicht oder noch nicht verwertbare Informationen über Umstände, die von erheblichem Einfluss auf die Kursgestaltung der Insiderpapiere sein können.

²Als Informationen dieser Art gelten insbesondere solche über erhebliche Änderungen des Dividendensatzes oder der Liquiditäts- oder Ertragslage, über die Zerlegung von Beteiligungspapieren in solche von niedrigerem Nennwert, über Massnahmen zur Kapitalherabsetzung oder -beschaffung, über geplante kapitalmässige Zusammenschlüsse irgendwelcher Art sowie über Liquidation und Auflösung.

Art. 5

¹Insider, die aus Verstössen gegen Art. 1 Vermögensvorteile erzielen, haften all jenen Personen, die auf der Marktgegenseite im selben Zeitraum ohne Insiderinformationen Geschäfte in Insiderpapieren abgeschlossen haben, auf das Dreifache der erzielten Vorteile. Sie haften in gleichem Umfang einer von der Untersuchungskommission zu bezeichnenden gemeinnützigen Organisation, falls der Haftungsanspruch nicht binnen eines Jahres seit der Veröffentlichung der förmlichen Feststellung [Art. 28 Abs. 2] gerichtlich geltend gemacht wird.

²Abs. 1 gilt auch für die Gesellschaft. Ihre Haftung bleibt jedoch auf das Einfache der erzielten Vorteile beschränkt.

³Die aussenstehenden Dritten erwerben ein selbständiges, zu keinem Zeitpunkt widerrufliches, aufhebbares oder abänderbares Forderungsrecht.

⁴Weitergehende zivilrechtliche Massnahmen bleiben vorbehalten.

Zweiter Abschnitt Begleitende Massnahmen

Art. 6

¹Die Gesellschaften haben Geschäftsvorfälle, die einen erheblichen Einfluss auf die Kursgestaltung der Insiderpapiere haben können, unverzüglich und in geeigneter Weise zu veröffentlichen, sobald auf seiten des Verwaltungsrates diesbezügliche Beschlüsse gefasst worden sind oder die Geschäftsvorfälle auf andere Art als entsprechend gesichert zu betrachten sind.

²Als Geschäftsvorfälle dieser Art gelten insbesondere die in Art. 4 Abs. 2 bezeichneten Umstände.

Art. 7

¹Die Gesellschaften haben dafür zu sorgen, dass die Geschäftsvorfälle nach Art. 6 vor ihrer Veröffentlichung nicht zur Kenntnis Dritter gelangen.

²Banken insbesondere, einschliesslich der in Art. 2 Ziff. 5 bezeichneten, haben geeignete Massnahmen zu treffen, damit die in der Effektenberatung und Vermögensverwaltung tätigen Personen keine Kenntnis von bankfremden Geschäftsvorfällen nach Art. 6 erhalten.

Dritter Abschnitt Verfahrensbestimmungen

1. Unterabschnitt Verfahrensverfassung

Art. 8

¹Zur Aufsicht über diese Regeln besteht in ... ein aus der Schweizerischen Bankiervereinigung, dem Schweizerischen Handels- und Industrie-Verein [Vorort] und der Vereinigung Schweizerische Effektenbörsen zusammengesetzter Verein im Sinne von Art. 60ff des Schweizerischen Zivilgesetzbuches.

²Der Verein bestellt zur Durchführung dieser Regeln bei der [den] ... Wertpapierbörse[n] eine Ständige Untersuchungskommission.

Art. 9

¹Die Untersuchungskommission besteht aus einem Vorsitzenden und zwei Beisitzern sowie einer gleichen Anzahl von Ersatzmännern.

²Der Vorsitz wird durch einen amtierenden und in Handelssachen erfahrenen Oberrichter oder eine in gleicher Weise befähigte Person ausgeübt. Als Beisitzer amten je ein nach Ausbildung und Erfahrung befähigter Bankfachmann und Revisor. Diese Anforderungen gelten entsprechend für die Ersatzmänner.

³Es steht der Untersuchungskommission frei, im Einzelfall weitere Fachexperten beizuziehen.

Art. 10

¹Die Untersuchungskommission ist nur in voller Besetzung beschlussfähig.

²Die Mitglieder der Untersuchungskommission sind verpflichtet, bei allen Beschlüssen ihre Stimme abzugeben. Es entscheidet die Mehrheit der Stimmen.

Art. 11

¹Die Amtsdauer der Untersuchungskommission beträgt vier Jahre.

²Die Untersuchungskommission ist berechtigt, bei Ablauf ihrer Amtsdauer hängige Verfahren auch nach Ablauf der Amtsdauer zu Ende zu führen; ihr Amt gilt insoweit als fortbestehend. Sie entscheidet vor Ablauf ihrer Amtsdauer, ob und hinsichtlich welcher Verfahren von diesem Recht Gebrauch gemacht werden soll.

³Während eines hängigen Verfahrens ist ein vorzeitiges Ausscheiden eines Mitglieds der Untersuchungskommission nur aus wichtigen Gründen zulässig.

Art. 12

Die für Schiedsrichter am Sitz der betreffenden Wertpapierbörse geltenden Ausstandsgründe finden auf die Mitglieder der Untersuchungskommission entsprechend Anwendung.

Art. 13

Der Verein kann ein Mitglied der Untersuchungskommission aus wichtigem Grund dauernd ausschliessen.

Art. 14

¹Im Falle des vorzeitigen Ausscheidens, Ausstandes, dauernden Ausschlusses oder der Verhinderung tritt der jeweilige Ersatzmann des Vorsitzenden oder Beisitzers an dessen Stelle.

²Bei vorzeitigem Ausscheiden oder dauerndem Ausschluss wird für die restliche Amtsdauer des Ersatzmannes ein Nachfolger bestellt.

Art. 15

¹Die Untersuchungskommission ist allein zuständig zur Feststellung von Verstössen gegen die Bestimmungen des 1. und 2. Abschnittes, einschliesslich der Bemessung der in Art. 5 Abs. 1 und 2 bezeichneten Haftungsbeträge. Sie entscheidet jedoch nicht über Ansprüche, die sich aus den von ihr behandelten Tatsachen ergeben können.

²Oertlich ist die Untersuchungskommission am Sitz jener Wertpapierbörse zuständig, bei der die betreffenden Insiderpapiere in der Schweiz erstmals kotiert oder in den vorbörslichen Handel einbezogen worden sind; Art. 3 Abs.2 gilt sinngemäss. Bei mehrfacher Zuständigkeit ist entscheidend, bei welcher Untersuchungskommission das Verfahren zuerst eingeleitet worden ist.

³Die Zuständigkeit der Untersuchungskommission ist nur gegeben, wenn diese Regeln auf den Betroffenen Anwendung finden oder der Betroffene für den Einzelfall eine ausdrückliche Verpflichtungserklärung abgegeben hat.

Art. 16

Soweit sich aus diesen Regeln nichts anderes ergibt, sind sämtliche an einem Verfahren mitwirkenden Personen zur Verschwiegenheit verpflichtet.

2. Unterabschnitt Verfahren

Art. 17

Das Verfahren wird eingeleitet auf Grund einer Anzeige, einer Selbstanzeige oder im Wege der Vorermittlung von Amtes wegen.

Art. 18

¹Die Anzeige hat schriftlich unter Angabe von Namen und Adresse des Anzeigenden zu erfolgen. Sie muss Behauptungen enthalten, die einen Verstoß gegen die Bestimmungen des 1. oder 2. Abschnittes schlüssig erscheinen lassen. Sie muss sich auf bestimmte Vorgänge beziehen und gegen eine bestimmte Person, Personengruppe oder Gesellschaft gerichtet sein. Ferner ist anzugeben, wann sich der behauptete Verstoß zugetragen und der Anzeigende von ihm erfahren hat.

²Die Anzeige hat innerhalb von sechs Monaten seit dem Tage, an dem der Anzeigende vom behaupteten Verstoss Kenntnis erlangt hat, jedenfalls aber innerhalb von fünf Jahren seit dem behaupteten Verstoss zu erfolgen.

³Die Untersuchungskommission prüft ohne Verzug, ob ihre Zuständigkeit nach Art. 15 gegeben ist, die förmlichen Voraussetzungen nach Abs. 1 und 2 erfüllt sind und die Anzeige nicht offensichtlich unbegründet ist. Sie weist die Anzeige unter Verständigung des Anzeigenden zurück, sofern eine dieser Bedingungen fehlt; Abs. 4 bleibt vorbehalten.

⁴Ist die Untersuchungskommission örtlich nicht zuständig, leitet sie die Anzeige an die zuständige Untersuchungskommission weiter.

Art. 19

Die Selbstanzeige hat schriftlich unter Angabe der Behauptungen zu erfolgen, die von dritter Seite erhoben worden sind und einen Verstoss gegen die Bestimmungen des 1. oder 2. Abschnittes schlüssig erscheinen lassen. Art. 18 Abs. 2 bis 4 gilt sinngemäss.

Art. 20

¹Die Untersuchungskommission kann beschliessen, im Wege der Vorermittlung über einen möglichen Verstoss gegen die Bestimmungen des 1. oder 2. Abschnittes eigene Erhebungen anzustellen.

²Besitz der Untersuchungskommission einen konkreten und glaubhaften, jedoch gegen Unbekannt gerichteten Verdacht, der einen Verstoss gegen die Bestimmungen des 1. Abschnittes schlüssig erscheinen lässt, kann sie von jeder nach Art. 2 in Betracht kommenden Person, Personengruppe oder Gesellschaft Auskunft verlangen. Sie ist berechtigt, die Richtigkeit und Vollständigkeit der Auskünfte stichprobenweise durch Rückfrage bei den in Art. 34 Abs. 2 bezeichneten Banken nachzuprüfen.

Art. 21

Im Anschluss an die nach Art. 18 bis 20 erfolgten Prüfungen bzw. Vorermittlungen beschliesst die Untersuchungskommission, ob das Verfahren eingestellt oder weitergeführt wird.

Art. 22

¹Die Untersuchungskommission beschliesst unter Verständigung des Anzeigenden und im Falle von Art. 20 Abs. 2 des Betroffenen die Einstellung des Verfahrens, wenn ein Verstoss gegen die Bestimmungen des 1. oder 2. Abschnittes nicht schlüssig erscheint. Werden neue Umstände bekannt, kann sie das Verfahren wieder aufnehmen.

²Die Kosten eines eingestellten Verfahrens werden dem Betroffenen ganz oder teilweise auferlegt, wenn er das Verfahren durch ein leichtfertiges oder verwerfliches Verhalten erschwert hat.

³Hat der Betroffene das eingestellte Verfahren nicht durch ein leichtfertiges oder verwerfliches Verhalten erschwert, ist er für die ihm erwachsenen wesentlichen Kosten und Umtriebe angemessen zu entschädigen.

Art. 23

¹Die Untersuchungskommission beschliesst unter Verständigung des Betroffenen die Weiterführung des Verfahrens, wenn ein Verstoß gegen die Bestimmungen des 1. oder 2. Abschnittes schlüssig erscheint.

²Sie sorgt für eine unverzügliche und geeignete Veröffentlichung dieses Beschlusses, gibt dabei aber die Identität des Betroffenen weder in direkter noch in indirekter Weise preis.

Art. 24

Die Untersuchungskommission kann vom Betroffenen und bei Ermittlungen von Verstößen gegen die Bestimmungen des 1. Abschnittes auch von den in Art. 34 Abs.2 bezeichneten Banken alle erforderlichen Auskünfte einholen.

Art. 25

Die Untersuchungskommission bestimmt nach pflichtgemäßem Ermessen selbst über den weiteren Gang der Ermittlungen.

Art. 26

Nach Abschluss der Ermittlungen und vor der förmlichen Feststellung nach Art. 27 gewährt die Untersuchungskommission dem Betroffenen das Recht auf Akteneinsicht und gibt ihm Gelegenheit zur Stellungnahme sowie zum Antritt von Gegenbeweisen. Das Recht auf Beizug eines Verteidigers steht ihm jedoch während des gesamten Verfahrens zu.

Art. 27

¹Die förmliche, schriftlich zu begründende Feststellung der Untersuchungskommission lautet dahin, dass ein Verstoß gegen die Bestimmungen des 1. oder 2. Abschnittes vorliegt, nicht vorliegt oder nicht beweisbar ist. Die Untersuchungskommission entscheidet dabei in freier Würdigung der Beweise.

²Die Untersuchungskommission orientiert mittels einer Kopie dieser Feststellung unter Hinweis auf die Vertraulichkeit

1. den Betroffenen, die Organe der Gesellschaft und, je nach den Umständen, die Organe weiterer in Art. 2 bezeichneter Unternehmen, soweit die Feststellung möglichen Verstoß gegen die Bestimmungen des 1. Abschnittes betrifft
2. die Organe der betroffenen Gesellschaft, soweit die Feststellung einen möglichen Verstoß gegen die Bestimmungen des 2. Abschnittes betrifft.

Art. 28

¹Lautet die förmliche Feststellung dahin, dass ein Verstoß gegen die Bestimmungen des 1. oder 2. Abschnittes vorliegt, ist der Betroffene zum Ersatz der Verfahrenskosten verpflichtet.

²Die Untersuchungskommission sorgt nach Ablauf einer Frist von einem Monat seit der Orientierung des Betroffenen bzw. der Organe der betroffenen Gesellschaft [Art. 27 Abs. 2] für eine vollständige und geeignete Veröffentlichung dieser Feststellung.

Art. 29

¹Lautet die förmliche Feststellung dahin, dass ein Verstoß gegen die Bestimmungen des 1. oder 2. Abschnittes nicht vorliegt oder nicht beweisbar ist, entscheidet die Untersuchungskommission gleichzeitig über Auflage bzw. Entschädigung der Verfahrenskosten; Art. 22 Abs.2 und 3 gilt sinngemäss.

²Die Untersuchungskommission sorgt für eine rasche, weitgehende und geeignete Veröffentlichung dieser Feststellung, gibt dabei aber die Identität des Betroffenen weder in direkter noch in indirekter Weise preis.

3. Unterabschnitt
Kostenregelung

Art. 30

¹Die Verfahrenskosten setzen sich zusammen aus den Honoraren der amtierenden Mitglieder der Untersuchungskommission sowie aus den anfallenden Auslagen.

²Die Honorare berechnen sich unter Zugrundelegung eines durch den Verein zu bestimmenden einheitlichen Ansatzes nach dem effektiven Arbeits- und Zeitaufwand.

Art. 31

¹Die Einforderung der vom Betroffenen zu ersetzenden Verfahrenskosten ist Sache des Vereins.

²Die Verfahrenskosten sowie
in erwachsenden Kosten

langen die notwendigen

ten Banken erkennen diese
lich an.

gen, dass sich die Insider

Art. 34

¹Die Unterwerfung der Insider unter diese Regeln bedarf zur Verbindlichkeit der Schriftform.

²Die Insider verpflichten sich darin ausdrücklich zur Auskunftserteilung gegenüber der Untersuchungskommission, insbesondere zur Angabe aller Banken, die für sie Insiderpapiere verwahren oder während des Zeitraumes, auf den sich das Verfahren bezieht, gehandelt oder verwahrt haben. Desgleichen verpflichten sie sich, diese Banken gegenüber der Untersuchungskommission hinsichtlich aller Geschäfte, die sich auf Insiderpapiere beziehen, zur Auskunftserteilung anzuweisen.

Art. 35

Spätere Aenderungen dieser Regeln werden für die Verpflichteten verbindlich, sofern sie nicht binnen eines Monats seit der Kenntnisnahme schriftlich beim betreffenden Spitzenverband bzw. der betreffenden Gesellschaft Widerspruch erheben.

* * *

ANHANG

Insider-Regeln

aufgrund der Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission
beim Bundesfinanzministerium *

Vorwort

Bei der Aufbringung der Finanzierungsmittel für die Investitionen der Wirtschaft spielen die Börsen eine wichtige Rolle. Sie können diese Rolle um so besser erfüllen, je größer das Vertrauen in die ordnungsmäßige Abwicklung der Börsengeschäfte ist.

Dabei kommt auch der Verhinderung mißbräuchlicher Ausnutzung von Insider-Informationen erhebliche Bedeutung zu. Bereits Ende 1970 hatte die Börsensachverständigenkommission Empfehlungen zur Lösung der sogenannten Insiderprobleme verabschiedet (Insiderhandels-Richtlinien, Händler- und Beraterregeln). Ende 1971 stimmte die Kommission außerdem einer Verfahrensordnung für die bei den Wertpapierbörsen zu bildenden Prüfungskommissionen zu. Der Text dieser Verfahrensordnung war ebenso wie die zu ihr und zu den Empfehlungen gehörenden Erläuterungen von den beteiligten Spitzenverbänden der Wirtschaft und der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen erarbeitet worden.

Inzwischen sind auf der Basis der Insider-Empfehlungen erste Untersuchungsverfahren durchgeführt worden. Dabei konnten praktische Erfahrungen gesammelt und neue Erkenntnisse gewonnen werden. Es hat sich dabei gezeigt, daß die Insider-Empfehlungen und die Verfahrensordnung in mancher Hinsicht zu wenig flexibel waren, um der Prüfungskommission ohne Schwierigkeiten ein rationelles Vorgehen zu ermöglichen. Die Börsensachverständigenkommission, die beteiligten Spitzenverbände der Wirtschaft und die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen haben sich deshalb um eine Überarbeitung des Gesamtwerkes der Insiderhandels-Richtlinien, der Händler- und Beraterregeln und der Verfahrensordnung bemüht und eine neue Fassung verabschiedet.

*] Abdr. aus der Broschüre "Insider-Regeln, Erläuterungen und Verfahrensordnung", Ausg. 5/79, 3-24 mit freundlicher Genehmigung des Deutschen Sparkassenverlags GmbH, Stuttgart.

Hervorzuheben sind vornehmlich folgende Änderungen in den Insiderhandels-Richtlinien

- Ausdehnung des Insiderbegriffs auf Großaktionäre
- Gleichstellung der Kreditinstitute und ihrer Mitarbeiter mit den Insidern einer Gesellschaft, soweit sie deren Interna in Ausübung ihrer konsortial-geschäftlichen Tätigkeit erfahren
- Ausweitung des Begriffs der Insiderpapiere

und in der Verfahrensordnung

- erleichterte Verfahrenseinleitung
- Ausdehnung der Untersuchungsbefugnisse der Prüfungskommission
- Bekanntgabe der Untersuchungsergebnisse in schwerwiegenden Fällen auch ohne Zustimmung des Betroffenen
- Kostenregelungen.

Mit der vorliegenden Neufassung haben die beteiligten Verbände und Organisationen erneut unter Beweis gestellt, daß eine auf freiwilliger Basis bestehende Regelung der sogenannten Insider-Probleme neuen Entwicklungen schnell und flexibel angepaßt werden kann. Bei gesetzlichen Regelungen wäre dies, wie die Erfahrungen des Auslands zeigen, nahezu ausgeschlossen. Die Öffentlichkeit darf versichert sein, daß auch weiterhin alle Anstrengungen unternommen werden, um dem Anleger ein Höchstmaß an Solidität und Seriosität in allen Börsengeschäften zu garantieren.

1. Juli 1976

Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen
Bundesverband der Deutschen Industrie
Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
Bundesverband des Deutschen Groß- und Außenhandels
Bundesverband deutscher Banken
Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Gesamtverband der Versicherungswirtschaft
Hauptgemeinschaft des Deutschen Einzelhandels
Verband der Gemeinwirtschaftlichen Geschäftsbanken
Verband öffentlicher Banken

Insiderhandels-Richtlinien

§ 1

1. Insider und ihnen gleichgestellte Dritte dürfen Geschäfte in Insiderpapieren unter Ausnutzung von Insiderinformationen, von denen sie aufgrund ihrer Stellung Kenntnis erlangt haben, zu keinem Zeitpunkt und in keiner Weise zum eigenen Vorteil oder zum Vorteil Dritter abschließen oder abschließen lassen.

2. Nicht unter Nr. 1 fallen

a) Geschäfte aufgrund von Weisungen.

Die Verantwortlichkeit des Weisungsgebers bleibt unberührt;

b) Geschäfte im Rahmen des in der Satzung bestimmten Gegenstands des Unternehmens aufgrund eigener unternehmerischer Planung oder aufgrund von Planungen eines der in § 2 Nr. 2 bezeichneten Unternehmen;

c) Geschäfte in Wahrnehmung von Kundeninteressen oder im Rahmen des sonstigen üblichen Wertpapierhandels des Kreditinstituts.

Anmerkungen zu § 1

1. Verbotene Insidergeschäfte

Untersagt ist es nach den Richtlinien, daß Insider unter Ausnutzung von Insiderinformationen Geschäfte in Insiderpapieren zum eigenen Vorteil oder zum Vorteil Dritter abschließen oder abschließen lassen. Das bedeutet, daß folgende Voraussetzungen zusammentreffen und nachgewiesen werden müssen:

- Das Geschäft muß durch einen Insider abgeschlossen oder von ihm veranlaßt sein; letzteres setzt voraus, daß der Dritte vom Insider dazu bestimmt worden sein muß.
- Die Initiative des Insiders zum Abschluß oder zur Veranlassung des Geschäfts muß auf einer Insiderinformation beruhen, die er als Insider erlangt hat.

Zu beachten ist, daß Insidergeschäfte weder zum eigenen Vorteil noch zum Vorteil Dritter abgeschlossen werden dürfen. Dritter in diesem Sinne kann auch eine juristische Person (z. B. die eigene Gesellschaft des Insiders) sein.

Auch Geschäfte außerhalb der Börse zählen zu verbotenen Insidergeschäften.

Der Bezug von Aktien aufgrund von Bezugsrechten und Optionsrechten (Erwerbsrechten) ist kein verbotenes Insidergeschäft. Der Erwerb dieser Rechte kann hingegen ein verbotenes Insidergeschäft sein.

2. Ausnahmen

Bei den nicht unter das Verbot der Nr. 1 fallenden Geschäften nach Nr. 2 Buchst. b) muß es sich um Geschäfte handeln, die unter eine längerfristige unternehmenspolitische Konzeption eingeordnet werden können. Die Erzielung kurzfristiger Spekulationsvorteile bleibt verboten. Diese Vorschrift soll lediglich verhindern, daß wirtschaftlich sinnvolle unternehmerische Planungen nicht durchgeführt werden können.

Nach § 1 Nr. 2 Buchst. c) muß es sich um Geschäfte handeln, die ihrer Art und ihrem Umfang nach zu dem üblichen Wertpapierhandel des in Betracht stehenden Kreditinstituts gehören. Mit dieser Ausnahmeregelung soll vor allem sichergestellt werden, daß Kreditinstitute nicht — aufgrund von § 1 Nr. 1 — zeitweise in einem Papier vom allgemeinen Börsenhandel ausgeschlossen werden.

§ 2

1. Insider sind

- a) gesetzliche Vertreter und Aufsichtsratsmitglieder der Gesellschaft;
- b) gesetzliche Vertreter und Aufsichtsratsmitglieder verbundener inländischer Unternehmen, es sei denn, daß sie in dieser Eigenschaft keine Kenntnis von Insiderinformationen zu erlangen pflegen;
- c) inländische Aktionäre, einschließlich deren gesetzlicher Vertreter und Aufsichtsratsmitglieder, sofern sie an der Gesellschaft mit mehr als 25 % beteiligt sind; § 16 Abs. 4 AktG findet entsprechende Anwendung;
- d) Angestellte der Gesellschaft, der mit ihr verbundenen inländischen Unternehmen und der an ihr mit mehr als 25 % beteiligten inländischen Aktionäre, sofern die Angestellten in dieser Eigenschaft Kenntnis von Insiderinformationen zu erlangen pflegen.

Den Insidern gleichgestellte Dritte sind

Kreditinstitute, deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte,

die bei Maßnahmen der in Nr. 3 Satz 3 genannten Art eingeschaltet werden und dabei Kenntnis von Insiderinformationen erlangen.

2. Insiderpapiere sind

Aktien, Genußrechte, Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen, Optionscheine und Bezugsrechte,
die

- a) von der Gesellschaft,
- b) von einem mit der Gesellschaft gemäß §§ 17, 18 oder 291 AktG verbundenen inländischen Unternehmen,
- c) von einem mit der Gesellschaft durch Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages, mittels eines Übernahme- oder Abfindungsangebotes, durch Eingliederung, Verschmelzung, Vermögensübertragung oder Umwandlung zusammenzuschließenden inländischen Unternehmen oder einem mit diesem verbundenen inländischen Unternehmen

ausgegeben und zum Handel und zur amtlichen Notierung an einer inländischen Wertpapierbörse zugelassen oder in deren geregelten Freiverkehr einbezogen sind. Der Zulassung an einer inländischen Wertpapierbörse steht das öffentliche Angebot der Papiere mit dem Hinweis auf die beabsichtigte Einführung an einer inländischen Wertpapierbörse gleich.

3. Insiderinformationen sind Kenntnisse von noch nicht bekanntgegebenen oder bekanntgewordenen Umständen, die von Einfluß auf die Bewertung der Insiderpapiere sein können. Als Informationen dieser Art sind anzusehen Kenntnisse von einer Änderung des Dividendensatzes, von wesentlichen Ertrags-

oder Liquiditätsveränderungen oder von wesentlichen Umständen, die hierauf von Einfluß sind oder sein werden. Insiderinformationen sind ferner Kenntnisse von folgenden vorgesehenen Maßnahmen:

- a) Kapitalherabsetzung oder Kapitalbeschaffung einschließlich der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln;
- b) Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages;
- c) Übernahme- oder Abfindungsangebot;
- d) Eingliederung, Verschmelzung, Vermögensübertragung, Umwandlung;
- e) Auflösung.

Anmerkungen zu § 2

1. Insider

Die Eigenschaft als „Insider“ ist gesellschaftsbezogen. Erkennen gesetzliche Vertreter, Großaktionäre, Aufsichtsratsmitglieder und auch persönlich haftende Gesellschafter einer KGaA, die von der Vertretung der Gesellschaft ausgenommen sind, sowie die in Betracht kommenden Angestellten einer Gesellschaft die Insiderhandels-Richtlinien an, so sind sie diesen Richtlinien nur in ihrer Eigenschaft als Insider der betreffenden Gesellschaft unterworfen.

Für diese Personen gelten die Insiderhandels-Richtlinien auch, wenn das Unternehmen sich in Liquidation befindet, solange dessen Anteilscheine an einer deutschen Börse gehandelt und amtlich notiert werden oder in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind.

Kriterien für Angestellte, die als Insider zu betrachten sind, lassen sich nicht generell aufstellen. Jedes Unternehmen muß für seinen Bereich entscheiden, welche Angestellten die vorausgesetzte Nähe zu Informationsquellen haben.

Auch gesetzliche Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Angestellte verbundener Unternehmen (vgl. § 2 Nr. 1 Buchst. b und d) mit Sitz im Inland können Insider sein. Dabei ist nicht erforderlich, daß Aktien eines verbundenen Unternehmens selbst zum Handel und zur amtlichen Notierung an einer Börse zugelassen, in den geregelten Freiverkehr einbezogen oder öffentlich mit dem Hinweis auf die beabsichtigte Börseneinführung angeboten sind. Entscheidend ist, daß ein Unternehmen mit einer anderen Gesellschaft verbunden ist, deren Aktien diese Voraussetzungen erfüllen.

2. Gleichgestellte Dritte

Kenntnis von Insiderinformationen können auch Kreditinstitute, deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte bei der Durchführung von bestimmten Maßnahmen der in Nr. 3 Satz 3 näher bezeichneten Art in Ausübung ihrer konsortialgeschäftlichen Tätigkeit erlangen. Soweit sich derartige Maßnahmen auf fremde Unternehmen beziehen, sind die genannten Personen keine Insider, da die Insider Eigenschaft gesellschaftsbezogen ist; sie werden jedoch materiell den Insidern gleichgestellt und unterliegen denselben Verpflichtungen und Sanktionen. Das gilt sowohl für natürliche Personen, die bei einem Kreditinstitut tätig sind, als auch für das Institut selbst, das z. B. verpflichtet sein kann, einen entstandenen Gewinn aus der verbotenen Ausnutzung von Insiderinformationen abzuführen.

Kenntnisse, die auf der bankgeschäftlichen Beziehung des Kreditinstituts, insbesondere auf dem bloßen Schuldner-/Gläubigerverhältnis — z. B. bei der Einräumung von Krediten — beruhen, reichen allein nicht aus, ein Kreditinstitut einem Insider gleichzustellen. Die Gleichstellung besteht vielmehr nur hinsichtlich der in Nr. 3 Satz 3 genannten Maßnahmen, nicht dagegen im Zusammenhang mit Tatbeständen der in Nr. 3 Satz 2 genannten Art.

3. Insiderinformationen

Maßnahmen der Kapitalbeschaffung müssen auf eine Erhöhung des Grundkapitals abzielen; dazu zählt nicht die Aufnahme von Fremdmitteln.

Die Aufzählung in Nr. 3 ist abschließend; im Interesse der Rechtssicherheit haben die Insiderhandels-Richtlinien auf eine nur beispielhafte Aufzählung von Insiderinformationen verzichtet.

Es kommt nicht darauf an, ob eine Information ihrer Natur nach vertraulich ist oder nicht. Entscheidend ist allein, ob sie der Allgemeinheit zugänglich war, als sie ausgenutzt wurde, da die Insiderhandels-Richtlinien in erster Linie die Ausnutzung eines zeitlichen Informationsvorsprungs unterbinden wollen.

§ 3

Verstöße gegen § 1 werden nach Maßgabe der „Verfahrensordnung für die bei den Wertpapierbörsen auf der Grundlage der Insiderhandels-Richtlinien und der Händler- und Beraterregeln vom 1. Juli 1976 zu bildenden Prüfungskommissionen“ von der zuständigen Prüfungskommission untersucht. Der von einer Prüfung Betroffene hat den von der Prüfungskommission mit den Ermittlungen beauftragten Stellen alle erforderlichen Auskünfte zu erteilen. Er hat auch alle Kreditinstitute anzugeben, die für ihn Insiderpapiere verwahren oder während des Zeitraumes, auf den sich die Prüfung bezieht, gehandelt oder verwahrt haben; außerdem sind diese Kreditinstitute von ihm im Rahmen der Auskunftserteilungen nach Satz 2 hinsichtlich aller Geschäftsvorfälle, die sich auf Insiderpapiere des von der Prüfung Betroffenen beziehen, von der Verpflichtung zur Wahrung des Bankgeheimnisses zu befreien.

Anmerkung zu § 3

Notwendige Befreiung vom Bankgeheimnis

Werden von einem Kreditinstitut, dessen Aufsichtsratsmitgliedern, Geschäftsleitern oder Angestellten als den Insidern gleichgestellten Dritten (§ 2 Nr. 1 Satz 2) Auskünfte verlangt, so darf das gegenüber Dritten bestehende Bankgeheimnis nicht verletzt werden. Gegebenenfalls ist das Einverständnis der Dritten einzuholen.

§ 4

1. Unbeschadet weitergehender zivilrechtlicher Sanktionen haben Insider, die aus Verstößen gegen § 1 Vermögensvorteile erzielen, diese an die Gesellschaft abzuführen, der gegenüber sie die Insiderhandels-Richtlinien anerkannt haben;

§ 88 Absatz 3 AktG findet entsprechend Anwendung. Satz 1 gilt auch für die den Insidern gemäß § 2 Nr. 1 Satz 2 gleichgestellten Kreditinstitute und deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte, jedoch mit der Maßgabe, daß der Anspruch auf etwaige von ihnen erzielte Vermögensvorteile der Gesellschaft zusteht, deren Insiderpapiere zum Gegenstand eines gegen § 1 verstoßenden Insiderhandelsgeschäfts gemacht wurden (§ 328 BGB).

2. Wird der Abführungspflicht nicht entsprochen, so hat die nach Nr. 1 berechnete Gesellschaft den Abführungsanspruch gerichtlich geltend zu machen, sofern nicht im Einzelfall die Vermögensverhältnisse des Verpflichteten oder ein anderer wichtiger Grund entgegenstehen.

Anmerkungen zu § 4

1. Allgemeines

Als auf dem Freiwilligkeitsprinzip beruhende Regelung können die Insiderhandels-Richtlinien für Verstöße von Insidern weder disziplinarische noch strafrechtliche Sanktionen androhen. Sie beschränken sich auf die Feststellung von Verstößen. Solche Verstöße stellen gleichzeitig Verletzungen der Verträge dar, welche zwischen den Insidern und ihren Gesellschaften bestehen. Welche Konsequenzen die Gesellschaften aus derartigen Vertragsverletzungen ziehen, bleibt ihnen überlassen; die Insiderhandels-Richtlinien enthalten dafür, abgesehen von der Pflicht zur Einforderung von Vermögensvorteilen, keine Vorschriften. Eine generelle Regelung ist auch nicht möglich, da jeder Verstoß individuell nach seiner Schwere betrachtet werden muß.

2. Gewinnabführungspflicht

Nach dem Vorbild des § 88 AktG sehen die Insiderhandels-Richtlinien vor, daß der Insider oder der ihm gleichgestellte Dritte Vermögensvorteile, die er aus einer verbotenen Ausnutzung von Insiderinformationen erzielt, an die Gesellschaft abzuführen hat. Der Anspruch auf diese Vermögensvorteile steht der Gesellschaft zu, der gegenüber die Insiderhandels-Richtlinien anerkannt wurden, oder, wenn es sich um gleichgestellte Dritte handelt, der Gesellschaft, deren Insiderpapiere Gegenstand verbotener Geschäfte waren; diese erlangt aufgrund eines Vertrages zugunsten eines Dritten einen direkten Abführungsanspruch. Der Anspruch verjährt, wie die Verweisung auf § 88 Abs. 3 AktG zeigt, in drei Monaten seit dem Zeitpunkt, in dem die Mitglieder der Verwaltung einer Gesellschaft von der Gewinnabführungspflicht Kenntnis erlangen. Ohne Rücksicht auf diese Kenntnis tritt die Verjährung nach Ablauf von fünf Jahren ein.

Abzuführen sind nicht nur Gewinne, die durch verbotene Ausnutzung von Insiderinformationen erlangt wurden, sondern auch Vermögensvorteile in Gestalt vermiedener Verluste.

§ 5

1. Die Gesellschaften veranlassen, daß die Insider ihres Bereichs die Insiderhandels-Richtlinien und die in § 3 Satz 1 genannte Verfahrensordnung nebst den jeweiligen Erläuterungen anerkennen.

2. Kreditinstitute, die gemäß § 2 Nr. 1 Satz 2 den Insidern von Gesellschaften gleichgestellt sind, erkennen die Insiderhandels-Richtlinien und die in § 3 Satz 1 genannte Verfahrensordnung nebst den jeweiligen Erläuterungen gegenüber ihren Spitzenverbänden als für sich verbindlich an. Sie veranlassen, daß sich die in § 2 Nr. 1 Satz 2 genannten Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellten den Insiderhandels-Richtlinien und der in § 3 Satz 1 genannten Verfahrensordnung unterwerfen, soweit dies nicht bereits aufgrund der Nr. 1 geschehen ist.

Anmerkung zu § 5

Behandlung der Anerkennungserklärungen

Die Anerkennungserklärungen verbleiben bei der jeweiligen Gesellschaft. Diese veranlaßt, daß bei Veränderungen in dem Kreis der Insider auch der neue Insider die Empfehlungen anerkennt.

Händler- und Beraterregeln

§ 1

Als Händler in Wertpapieren, die an einer inländischen Wertpapierbörse gehandelt und amtlich notiert, in deren geregelten Freiverkehr einbezogen oder öffentlich mit dem Hinweis der beabsichtigten Einführung an einer inländischen Wertpapierbörse angeboten werden, dürfen Kreditinstitute

- a) keine Wertpapiergeschäfte aus nicht im Interesse des Kunden liegenden Gründen empfehlen; insbesondere dürfen keine Empfehlungen zu dem Zweck gegeben werden, die Eigenbestände des Kreditinstituts, seiner Geschäftsleiter oder seiner im Börsenhandel bzw. in der gewerblichen Anlageberatung tätigen Angestellten (nachstehend als „Mitarbeiter“ bezeichnet) zu ermäßigen bzw. zu erhöhen oder Kurse zur Durchführung von Eigengeschäften dieser Personen in eine bestimmte Richtung zu lenken;**
- b) keine Eigengeschäfte aufgrund eines Kundenauftrages zum An- oder Verkauf von Wertpapieren vornehmen, die kursmäßige Nachteile für den Auftraggeber zur Folge haben.**

Das gleiche gilt für Geschäftsleiter oder Mitarbeiter von Kreditinstituten.

Anmerkungen zu § 1

1. Personeller Anwendungsbereich

Die Kreditinstitute, Geschäftsleiter und ihre Mitarbeiter im Sinne dieser Regeln (vgl. § 1 Satz 1 Buchst. a) unterliegen den Händler- und Beraterregeln. Makler fallen nicht darunter. Mitarbeiter haben etwaige Verstöße gegen die Händler- und Beraterregeln nicht zu vertreten, wenn sie im Rahmen von Weisungen handeln. In diesem Fall gilt das Kreditinstitut als Händler und Berater.

2. Sachlicher Anwendungsbereich

Es muß sich um Geschäfte in solchen Wertpapieren handeln, die an inländischen Wertpapierbörsen zum Handel und zur amtlichen Notierung zugelassen, in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind oder öffentlich mit dem Hinweis der beabsichtigten Einführung an einer inländischen Wertpapierbörse angeboten werden.

Damit entfallen Geschäfte in

- a) nur im Ausland notierten Wertpapieren und
- b) in Werten, die nur im Telefonverkehr gehandelt werden.

3. Sinn und Zweck (Satz 1 Buchstabe a)

Sinn der Händler- und Beraterregeln ist es nicht, Art und Umfang der Beratungspflicht eines Kreditinstituts oder eines Anlageberaters gegenüber ihren Kunden zu regeln. Der Zweck der Händler- und Beraterregeln besteht vielmehr ausschließlich darin, ganz bestimmte, in § 1 Satz 1 Buchst. a) näher bezeichnete unlautere Empfehlungen zu unterbinden. § 1 Satz 1 Buchst. a) erschöpft sich in

einem Verbot solcher Empfehlungen und enthält kein Gebot, Empfehlungen auszusprechen.

4. Umfang des Verbotes (Satz 1 Buchst. a)

Untersagt sind alle Empfehlungen, die für den Empfehlenden erkennbar nicht im Interesse des Kunden liegen. Zwei Beispiele derartiger Empfehlungen werden angeführt: einerseits die Empfehlung zu dem Zweck, die Eigenbestände des Kreditinstituts, seiner Geschäftsleiter oder seiner im Börsenhandel bzw. in der gewerblichen Anlageberatung tätigen Angestellten zu ermäßigen bzw. zu erhöhen; andererseits die Empfehlung zu dem Zweck, Kurse zur Durchführung von Eigengeschäften dieser Personen in eine bestimmte Richtung zu lenken. Da beide Beispiele nur Anwendungsfälle des Verbotes sind, dem Kunden nachteilige Empfehlungen auszusprechen, fallen die in den Beispielen genannten Empfehlungen nicht unter die Händler- und Beraterregeln, wenn sie den Vorteil des Kunden bezwecken. Nicht durch § 1 Satz 1 Buchst. a) betroffen werden Kurspflegemaßnahmen. Bei solchen Aktionen handelt es sich nicht um Empfehlungen, sondern um geschäftliche Maßnahmen des Kreditinstituts. Außerdem geht es bei diesen Maßnahmen nicht darum, daß Kurse zwecks Durchführung von Eigengeschäften in eine bestimmte Richtung gelenkt werden. Die Eigengeschäfte sollen hier vielmehr ihrerseits die Kurse in eine bestimmte Richtung lenken.

5. Geschäfte „aufgrund“ von Kundenaufträgen (Satz 1 Buchst. b)

Diese Regel soll verhindern, daß Kreditinstitute, deren Geschäftsleiter und Mitarbeiter die Kenntnis von Kundenaufträgen zum Nachteil des Kunden verwenden. Voraussetzung eines Verstoßes ist, daß der Kundenauftrag Anlaß eines den Kunden benachteiligenden Geschäftes ist. Fehlt diese Ursächlichkeit, die im Streitfall des Nachweises bedarf, so liegt der Tatbestand des § 1 Satz 1 Buchst. b) nicht vor. Das Kreditinstitut ist dann nicht gehindert, gleichartige Wertpapiergeschäfte wie sein Kunde vorzunehmen. Die Zulässigkeit solcher Parallelgeschäfte wird somit durch die Händler- und Beraterregeln nicht berührt.

§ 2

Verstöße gegen § 1 werden nach Maßgabe der „Verfahrensordnung für die bei den Wertpapierbörsen auf der Grundlage der Insiderhandels-Richtlinien und der Händler- und Beraterregeln vom 1. Juli 1976 zu bildenden Prüfungskommissionen“ von der zuständigen Prüfungskommission untersucht. Der von einer Prüfung Betroffene hat den von der Prüfungskommission mit den Ermittlungen beauftragten Stellen alle erforderlichen Auskünfte zu erteilen. Er hat auch alle Kreditinstitute anzugeben, die für ihn Wertpapiere verwahren oder während des Zeitraumes, auf den sich die Prüfung bezieht, gehandelt oder verwahrt haben; außerdem sind diese Kreditinstitute von ihm im Rahmen der Auskunftserteilungen nach Satz 2 hinsichtlich aller Geschäftsvorfälle, die sich auf Wertpapiere des von der Prüfung Betroffenen beziehen, von der Verpflichtung zur Wahrung des Bankgeheimnisses zu befreien.

§ 3

Die Kreditinstitute veranlassen, daß ihre Geschäftsleiter und Mitarbeiter die Händler- und Beraterregeln und die in § 2 Satz 1 genannte Verfahrensordnung nebst den jeweiligen Erläuterungen vertraglich anerkennen.

Anmerkung zu § 3

Anerkennung durch Geschäftsleiter und Mitarbeiter

Die in § 3 geforderte vertragliche Anerkennung der Händler- und Beraterregeln durch die Geschäftsleiter und Mitarbeiter der Kreditinstitute bedeutet in der Regel keine Erweiterung der bereits bestehenden Vereinbarungen. Vielmehr enthält § 1 Satz 1 selbstverständliche Gebote des kaufmännischen Anstandes, die schon jetzt ungeschriebener Inhalt der Verträge sind. § 3 bezweckt nur, den Beteiligten dies im Interesse der Rechtssicherheit vor Augen zu führen.

§ 4

Unternehmen und Personen, die sich, ohne Kreditinstitut zu sein, gewerblich in der Anlageberatung betätigen, nachstehend „Anlageberater“ genannt, können sich durch schriftliche Erklärung gegenüber der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen den in §§ 1 bis 3 angeführten Regeln unterwerfen. Die Arbeitsgemeinschaft verständigt die einzelnen Wertpapierbörsen über die bei ihr eingegangenen Erklärungen. Die Wertpapierbörsen machen diese Erklärungen in den Amtlichen Kursblättern bekannt und führen über die betreffenden Anlageberater eine Liste.

Anmerkungen zu § 4

1. Begriff des Anlageberaters

Als gewerbliche Anlageberatung im Sinne dieser Regeln gilt jede Tätigkeit, bei der an Dritte Empfehlungen erteilt oder Meinungen geäußert werden, die geeignet sind, Dritte bei Entschlüssen über Wertpapiergeschäfte zu beeinflussen. Die Anlageberatung muß nicht ausschließlicher Gegenstand der Tätigkeit sein. Sie kann auch im Rahmen sonst anders gerichteter Betätigung vorgenommen werden, wie etwa die Börsen- und Wirtschaftsberichterstattung in Tages- und Wochenzeitungen, Magazinen sowie Wirtschafts- und Börseninformationsdiensten.

2. Aufgaben der Börsen

Die Anerkennungserklärungen der Anlageberater sind an die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen zu richten. Diese ist nur postalischer Adressat zur Weiterleitung an die Börsen. Sie haben die Anlageberater, die Anerkennungserklärungen abgegeben haben, in ihren Kursblättern zu veröffentlichen, und zwar haben alle Börsen ohne Rücksicht auf den Sitz des Anlageberaters diese einmalige Bekanntmachung vorzunehmen. Darüber hinaus wird zu Beginn eines jeden Jahres in den Kursblättern die Liste aller Anlageberater abgedruckt, die den Händler- und Beraterregeln unterliegen.

§ 5

Verstoßen Anlageberater, die in der Liste geführt werden, vorsätzlich gegen die Regeln, so kann die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen ihre Streichung aus der Liste veranlassen. Die Wertpapierbörsen machen die Streichung in den Amtlichen Kursblättern bekannt.

Anmerkung zu § 5

Funktion der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen

Sie kann nur eine Streichung aus der Liste der Anlageberater veranlassen, wenn ein Verfahren vor einer Prüfungskommission mit einer entsprechenden Feststellung abgeschlossen wurde.

§ 6

Etwaige zivil- und strafrechtliche Folgen von Verstößen gegen diese Regeln bleiben unberührt. Vorsätzliche Verstöße von Geschäftsleitern und Mitarbeitern gegen § 1 dieser Regeln stellen Handlungen dar, die sich im Sinne der börsenrechtlichen Vorschriften nicht mit der Ehre oder dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen vereinbaren lassen.

Verfahrensordnung

§ 1

1. Auf Veranlassung der beteiligten Spitzenverbände
Bundesverband der Deutschen Industrie,
Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken,
Bundesverband des Deutschen Groß- und Außenhandels,
Bundesverband deutscher Banken,
Deutscher Sparkassen- und Giroverband,
Gesamtverband der Versicherungswirtschaft,
Hauptgemeinschaft des Deutschen Einzelhandels,
Verband der Gemeinwirtschaftlichen Geschäftsbanken,
Verband öffentlicher Banken

wird zur Durchführung der Insiderhandels-Richtlinien und der Händler- und Beraterregeln eine Prüfungskommission bei der (bei den)
Börse(n) bestellt. Die Prüfungskommission wird im Auftrag der Spitzenverbände tätig.

2. Die Prüfungskommission besteht aus einem Vorsitzenden und vier Beisitzern.

3. Der Vorsitzende soll ein amtierender, in Handelssachen erfahrener Richter sein; er wird vom Präsidenten des Oberlandesgerichts vorgeschlagen. Der Oberlandesgerichtspräsident schlägt außerdem einen in gleicher Weise befähigten Stellvertreter des Vorsitzenden vor.

4. Auf Veranlassung der beteiligten Spitzenverbände wählen die Mitglieder der Zulassungsstelle durch mehrheitlichen Beschluß nach Vorschlag des Oberlandesgerichtspräsidenten den Vorsitzenden der Prüfungskommission und seinen Stellvertreter. Ferner wählen die Mitglieder der Zulassungsstelle vier Beisitzer aus dem Kreis von Personen, die Inhaber oder gesetzliche Vertreter von Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft sind oder gewesen sind, sowie mindestens eine gleiche Anzahl von Stellvertretern, die die gleichen Voraussetzungen erfüllen müssen. Zwei Beisitzer und deren Stellvertreter werden von den Mitgliedern der Zulassungsstelle vorgeschlagen, die sich gewerbsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen (§ 36 Absatz 1 BörsG), die übrigen Mitglieder der Zulassungsstelle schlagen die beiden anderen Beisitzer und deren Stellvertreter vor.

5. Der Vorsitzende oder sein Stellvertreter sind von der Ausübung ihres Amtes ausgeschlossen, wenn sie wegen desselben Tatbestandes in einem gerichtlichen Verfahren als Richter mitgewirkt haben oder im Falle des Anhängigwerdens in einem gerichtlichen Verfahren mitwirken würden.

6. Die Mitglieder der Prüfungskommission und ihre Stellvertreter sind in folgenden Fällen von der Mitwirkung ausgeschlossen:

- a) wenn sich das Verfahren gegen sie selbst richtet,
- b) wenn sich das Verfahren gegen einen Verwandten, Ehegatten, Verlobten oder Verschwägerten im Sinne von § 383 ZPO richtet,

c) wenn sich das Verfahren gegen eine Person desjenigen Unternehmens oder eines mit ihm verbundenen Unternehmens richtet, dem der Beisitzer als Geschäftsleiter, als Organmitglied oder als Angestellter angehört oder an dem der Beisitzer selbst oder das Unternehmen, dem er angehört, eine Beteiligung von über 25 % besitzt.

7. Der Betroffene kann die Mitwirkung eines oder mehrerer Mitglieder der Kommission bei der Prüfung seines Falles wegen Besorgnis der Befangenheit auch dann ablehnen, wenn ein Grund vorliegt, der geeignet ist, Mißtrauen gegen die Unparteilichkeit einer der genannten Personen zu rechtfertigen. Ein Mitglied der Prüfungskommission kann seine Mitwirkung am Verfahren wegen Besorgnis der Befangenheit unter Darlegung der Gründe ablehnen. Die übrigen Mitglieder der Prüfungskommission entscheiden darüber, ob die Besorgnis der Befangenheit begründet ist.

8. Der jeweilige Stellvertreter des Vorsitzenden und der Beisitzer treten im Fall des Ausschlusses, der Befangenheit oder Verhinderung an die Stelle des zu Vertretenden.

9. Der Vorsitzende der Prüfungskommission, sein Stellvertreter, die übrigen Mitglieder und ihre Stellvertreter werden auf die Dauer von drei Kalenderjahren gewählt. Bei vorzeitigem Ausscheiden erfolgt eine Nachwahl – soweit es sich um den Vorsitzenden oder seinen Stellvertreter handelt, auf Vorschlag des Oberlandesgerichtspräsidenten – für die restliche Amtszeit des Ausgeschiedenen.

10. Die Prüfungskommission kann aus wichtigem Grunde (z. B. strafgerichtliche oder ehrengerichtliche Verurteilung aus schwerwiegenden Gründen, Konkurs, Bruch der Amtsverschwiegenheit, dauernde Dienstunfähigkeit) ein Mitglied dauernd ausschließen. Dazu bedarf es des einstimmigen Beschlusses aller übrigen ordentlichen und stellvertretenden Mitglieder der Prüfungskommission.

11. Die Prüfungskommission ist berechtigt, bei Ablauf ihrer Amtszeit anhängige Verfahren auch noch nach Ablauf der Amtszeit zu Ende zu führen; ihr Amt gilt insoweit als fortbestehend. Die Prüfungskommission entscheidet vor Ablauf ihrer Amtszeit, ob und hinsichtlich welcher Verfahren von diesem Recht Gebrauch gemacht werden soll.

12. Die Mitglieder der Prüfungskommission sind – soweit sich aus dieser Verfahrensordnung nicht Ausnahmen ergeben – zur Verschwiegenheit verpflichtet.

Anmerkung zu § 1

Begriff des „gerichtlichen Verfahrens“ (Nr. 5)

Gerichtliche Verfahren im Sinne dieser Vorschrift sind vor allem Zivil- und Strafverfahren sowie Ehrengerichtsverfahren auf gesetzlicher Grundlage (vgl. § 3 Nr. 5).

§ 2

1. Die Prüfungskommission ist zuständig

a) zur Prüfung eines behaupteten Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien, sofern die Börse für die Insiderpapiere,

auf die sich der Verstoß bezieht, Heimatbörse ist oder sein wird. Betrifft eine Behauptung Geschäfte desselben Betroffenen in Insiderpapieren verschiedener, nicht nur durch wechselseitige Beteiligung miteinander verbundener Unternehmen, so ist die Prüfungskommission nur zuständig, wenn sie bei der Börse bestellt ist, die für die Insiderpapiere der Obergesellschaft (§§ 16 bis 18 AktG) Heimatbörse ist oder sein wird;

- b) zur Prüfung eines behaupteten Verstoßes gegen die Händler- und Beraterregeln durch Geschäftsleiter von Kreditinstituten im Sinne von § 1 KWG oder ihrer im Börsenhandel bzw. in der gewerblichen Anlageberatung tätigen Angestellten, sofern sie ihre geschäftliche Tätigkeit ganz oder überwiegend im Einzugsbereich der Börse ausüben. Das gleiche gilt für Anlageberater, die nicht Kreditinstitute sind, und für ihre Angestellten.

Wenn gegen denselben Betroffenen aufgrund desselben Tatbestandes sowohl Verstöße gegen die Insiderhandels-Richtlinien als auch gegen die Händler- und Beraterregeln behauptet werden, so ist allein die Zuständigkeit der Prüfungskommission gemäß Buchstabe a) gegeben.

2. Die Zuständigkeit der Prüfungskommission ist nur gegeben, wenn die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln sowie diese Verfahrensordnung auf den Betroffenen Anwendung finden oder der Betroffene sich ihnen für den Einzelfall ausdrücklich unterworfen hat.

3. Die Prüfungskommission entscheidet nicht über Ansprüche, die sich aus den von ihr behandelten Tatbeständen ergeben können.

Anmerkung zu § 2

Möglichkeiten der Prüfungskommission bei fehlender Anerkennungserklärung (Nr. 2)

Es steht der Prüfungskommission frei, in ihr geeignet erscheinenden Fällen von sich aus Personen mit dem Ziel anzusprechen, daß diese sich wegen der Prüfung eines bestimmten Sachverhaltes den Insiderhandels-Richtlinien oder Händler- und Beraterregeln sowie dieser Verfahrensordnung unterwerfen.

§ 3

1. Die Prüfungskommission wird tätig

- a) aufgrund einer Anzeige,
- b) aufgrund einer Selbstanzeige,
- c) wenn ihr anders als durch eine Anzeige Umstände bekannt werden, die einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen.

2.

- a) Anzeigen müssen in schriftlicher Form unter Angabe von Namen und Anschrift des Anzeigenden erfolgen. Die Anzeige muß Behauptungen enthalten, die einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen. Die Anzeige muß gegen eine bestimmte Person oder bestimmte Personen gerichtet sein und sich auf

bestimmte Vorgänge beziehen. In der Anzeige ist anzugeben, wann sich die behaupteten Verstöße zugetragen haben und wann der Anzeigende von ihnen erfahren hat.

- b) Dem Anzeigenden wird durch Einschreiben mit Rückschein bestätigt, daß seine Anzeige eingegangen ist und nach den in den Insiderhandels-Richtlinien bzw. den Händler- und Beraterregeln aufgestellten Grundsätzen behandelt wird.
- c) Die Prüfungskommission prüft die förmlichen Voraussetzungen der Anzeige. Sie kann einen von ihr aus ihrer Mitte zu bildenden Ausschuß damit beauftragen. Dem Ausschuß gehören neben dem Vorsitzenden zwei weitere Mitglieder der Prüfungskommission an; ein Mitglied muß von den gewerbsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligten Mitgliedern der Zulassungsstelle, das andere Mitglied von den übrigen Mitgliedern der Zulassungsstelle gemäß § 1 Nr. 4 Satz 3 für die Wahl in die Prüfungskommission vorgeschlagen worden sein.
- d) Die Prüfungskommission oder im Falle der Nr. 2 Buchst. c) Satz 2 der Ausschuß weisen die Anzeige zurück, wenn sie nicht in der in Nr. 2 Buchst. a) bezeichneten Form erstattet ist, wenn sie offensichtlich unbegründet ist oder wenn die Voraussetzungen des § 2 nicht vorliegen. Gleiches gilt, wenn die Anzeige später als drei Monate nach dem Tage, an dem der Anzeigende von dem behaupteten Verstoß Kenntnis erlangt hat, erstattet wird oder wenn zum Zeitpunkt der Anzeige mehr als fünf Jahre seit dem behaupteten Verstoß vergangen sind. In schwerwiegenden Fällen kann die Prüfungskommission auch verspätete Anzeigen aufgreifen, sofern nicht mehr als fünf Jahre nach dem behaupteten Verstoß verstrichen sind.
- e) Ist die Prüfungskommission örtlich nicht zuständig, so leitet sie oder im Falle von Nr. 2 Buchst. c) Satz 2 der Ausschuß die Anzeige an die zuständige Prüfungskommission weiter; für die letztere ist diese Weiterleitung hinsichtlich der örtlichen Zuständigkeit bindend.

3. Selbstanzeigen sind in schriftlicher Form unter Angabe der Umstände zu erstatten, die einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen oder die dartun, daß ein solcher Verstoß von dritter Seite behauptet worden ist. Die Bestimmungen in Nr. 2 Buchstaben c) bis e) gelten sinngemäß.

4.

- a) Ein Tätigwerden nach Nr. 1 Buchst. c) setzt voraus, daß der Prüfungskommission glaubhafte und konkrete Verdachtsmomente bekannt werden, die sich gegen bestimmte Personen oder einen bestimmten Kreis von Personen richten und einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen. Anonyme oder unsubstantiierte Verdächtigungen sind nicht ausreichend.
- b) Es ist nicht Aufgabe der Prüfungskommission, die erforderlichen Verdachtsmomente zu ermitteln bzw. ermitteln zu lassen oder belastende Umstände aufzufinden. Besteht jedoch im Zusammenhang mit dem Bekanntwerden einer Insiderinformation der dringende Verdacht eines Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien, ohne daß sich dieser Verdacht gegen bestimmte Personen oder einen bestimmten Kreis von Personen richtet, so kann die Prüfungskommission beschließen, im Wege der Vorermittlung von allen in Betracht kommenden Personen Auskunft darüber zu verlangen, ob und bei

welchem Kreditinstitut sie während der letzten drei Monate vor Bekanntwerden der betreffenden Insiderinformation Insiderpapiere verwahrt und welche Geschäfte in Insiderpapieren sie während dieses Zeitraumes getätigt oder veranlaßt haben. Die in § 1 Nr. 2 der Insiderhandels-Richtlinien bezeichneten Geschäfte sind hiervon ausgenommen. Die Prüfungskommission kann ihr Auskunftsverlangen auf bestimmte Gruppen der Auskunftspflichtigen und auf bestimmte Insiderpapiere beschränken. Der Beschluß über die Einholung von Auskünften ist unter Bezeichnung der Umstände, aus denen sich nach Ansicht der Prüfungskommission der dringende Verdacht eines Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien ergibt, schriftlich zu begründen; dem Auskunftsverlangen ist er abschriftlich beizufügen.

- c) Die Prüfungskommission holt die im Wege der Vorermittlung für erforderlich gehaltenen Auskünfte unter Einschaltung der Gesellschaften bzw. Kreditinstitute, denen die Auskunftspflichtigen angehören, ein. Sie kann die Auskünfte auch unmittelbar von den Auskunftspflichtigen einholen, wenn ihr dies nach Sachlage tunlich erscheint. In diesem Fall haben ihr die Gesellschaften bzw. Kreditinstitute auf Verlangen die Auskunftspflichtigen ihres Bereichs unter Angabe von Namen und Anschrift mitzuteilen. Die Prüfungskommission ist berechtigt, die Richtigkeit und Vollständigkeit der Auskünfte stichprobenweise durch Rückfrage bei den als Depotbanken eingeschalteten Kreditinstituten zu überprüfen; die Kreditinstitute sind insoweit durch den Betroffenen vom Bankgeheimnis zu befreien.

5. Die Prüfungskommission darf kein Verfahren einleiten oder hat ein Verfahren einzustellen, wenn wegen desselben Tatbestandes ein Verfahren vor einem staatlichen Gericht, einem gesetzlich vorgesehenen Ehrengericht, dem Ehrenausschuß (Ehrengericht) einer Börse oder bei einer anderen Prüfungskommission anhängig ist oder gewesen ist, das die Feststellung eines Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln oder die Geltendmachung von Ansprüchen aus einem solchen Verstoß zum Gegenstand hat oder gehabt hat und mit einer rechtskräftigen Entscheidung abgeschlossen wurde. Bei Verfahren, bei denen diese Voraussetzungen nicht zutreffen, die jedoch von Einfluß auf die Entscheidung sein können, kann die Prüfungskommission ihr Verfahren oder ihre abschließende förmliche Feststellung aussetzen, bis das andere Verfahren rechtskräftig erledigt worden ist.

Anmerkungen zu § 3

1. Bestimmte Personen (Nr. 2 Buchst. a) Satz 3)

Bestimmte Personen sind auch ein konkret bestimmter Personenkreis, dessen Angehörige namentlich bekannt oder ohne weitere Ermittlungen feststellbar sind, wie etwa der Vorstand einer Gesellschaft.

2. Prüfungskommission in verringerter Besetzung (Nr. 2 Buchst. c)

In der Besetzung von drei Mitgliedern kann die Prüfungskommission nur in den ausdrücklich aufgeführten Fällen des § 3 Nr. 2 Buchstaben c), d) und e) Entscheidungen treffen. Bei offensichtlicher Unbegründetheit oder klaren Formfehlern soll nicht die gesamte Prüfungskommission zusammentreten müssen. In Zweifelsfällen hat stets die Prüfungskommission in ihrer vollen Besetzung mit fünf Mitgliedern zu entscheiden.

3. InsiderInformation (Nr. 4 Buchst. b) Satz 2)

Insiderinformation bedeutet: im Sinne des § 2 Nr. 3 der Insiderhandels-Richtlinien.

4. Befreiung vom Bankgeheimnis (Nr. 4 Buchst. c)

Die nach § 3 Nr. 4 Buchst. c) um Auskünfte gebetenen Personen müssen regelmäßig auch zu der Erklärung aufgefordert werden, damit einverstanden zu sein, daß die Richtigkeit ihrer Angaben durch Rückfragen bei den als Depotbanken eingeschalteten Kreditinstituten überprüft werden und daß sie insoweit eine Befreiung vom Bankgeheimnis aussprechen.

§ 4

1. Nach Abschluß der gemäß § 3 erforderlichen Prüfungen bzw. Vorermittlungen beschließt die Prüfungskommission, ob eine Prüfung durchgeführt wird.

2. Kommt sie zu dem Ergebnis, daß keine Umstände ersichtlich sind, die einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen, so stellt sie das Verfahren ein. Werden neue Umstände bekannt, kann sie das Verfahren wieder aufnehmen.

3. Kommt sie zu dem Ergebnis, daß Umstände einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen, so beschließt sie, ein Prüfungsverfahren durchzuführen und bezeichnet die zu prüfenden Tatbestände. Bevor die Prüfungskommission ein Verfahren einleitet, ist der Betroffene unter Angabe der näheren Umstände und unter Übersendung einer Kopie der Anzeige oder — bei einem Tätigwerden nach § 3 Nr. 1 Buchst. c) — unter Mitteilung der bekanntgewordenen Umstände zu verständigen.

4. Im einzelnen ist wie folgt zu verfahren:

a) Im Falle eines möglichen Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien fordert die Prüfungskommission die gesetzlichen Vertreter der Gesellschaft, den Aufsichtsrat der Gesellschaft, die Geschäftsleiter betroffener Kreditinstitute, den Abschlußprüfer oder einen anderen Wirtschaftsprüfer schriftlich auf, die im Zusammenhang mit den zu prüfenden Tatbeständen erforderlichen Ermittlungen anzustellen.

b) Im Falle eines möglichen Verstoßes gegen die Händler- und Beraterregeln fordert die Prüfungskommission die Geschäftsleiter des betreffenden Kreditinstituts, einen etwa bestehenden Aufsichtsrat, den Depotprüfer oder einen anderen Wirtschaftsprüfer schriftlich auf, die im Zusammenhang mit den zu prüfenden Tatbeständen erforderlichen Ermittlungen anzustellen. Dem Aufsichtsrat steht im Sinne dieser Bestimmung ein Beirat oder ein ähnliches Gremium gleich, sofern ihm der Abschluß der Dienstverträge des Kreditinstituts mit seinen Geschäftsleitern obliegt.

c) Kommen die angesprochenen Stellen dieser Aufforderung nicht in einer angemessenen Frist oder nicht in hinreichender Weise nach, so ist die Kommission berechtigt, eine andere der in Buchstaben a) und b) genannten Stellen zu beauftragen.

d) Über die Ergebnisse der Tatsachenermittlung ist der Prüfungskommission unverzüglich schriftlich zu berichten; sie kann in jeder Lage des Verfahrens

eine mündliche oder schriftliche Zwischenberichterstattung verlangen und die angesprochenen Stellen dem Betroffenen gegenüberstellen. Die Prüfungskommission kann von den angesprochenen Stellen auch weitere Aufklärung verlangen. Der Prüfungskommission sind die Ergebnisse der Tatsachenermittlung mitzutellen, soweit deren Kenntnis für die Entscheidung der Prüfungskommission von Bedeutung sein kann. Die berechtigten Belange des Betroffenen sind hierbei zu berücksichtigen.

§ 5

1. Die förmliche, schriftlich niederzulegende Feststellung darüber, ob ein Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln vorliegt, nicht vorliegt oder nicht beweisbar ist, liegt bei der Prüfungskommission. Vor der förmlichen Feststellung ist dem Betroffenen das Recht auf Akteneinsicht zu gewähren und Gelegenheit zu einer mündlichen oder schriftlichen Stellungnahme sowie zum Antritt von Gegenbeweisen zu geben. Die Prüfungskommission entscheidet nach eigenem Ermessen, ob sie angetretene Gegenbeweise sowie etwaige von ihr für erforderlich gehaltene weitere Beweise selbst erhebt oder durch die in § 4 Nr. 4 Buchstaben a) und b) genannten Stellen erheben läßt.
2. Lautet die förmliche Feststellung dahin, daß ein Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln vorliegt, so spricht die Prüfungskommission gleichzeitig aus, daß der Betroffene verpflichtet ist, die Verfahrenskosten zu ersetzen.
3. Von dem Inhalt der förmlichen Feststellung unterrichtet die Prüfungskommission unter Hinweis auf die Vertraulichkeit den Betroffenen, die gemäß § 4 Nr. 4 Buchstaben a) und b) mit den Ermittlungen beauftragte Stelle sowie,
 - a) soweit die Feststellung einen behaupteten Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien betrifft, die gesetzlichen Vertreter der Gesellschaft, den Vorsitzenden des Aufsichtsrates oder seinen Stellvertreter sowie die Geschäftsleiter betroffener Kreditinstitute,
 - b) soweit die Feststellung einen behaupteten Verstoß gegen die Händler- und Beraterregeln betrifft, die Geschäftsleiter des betreffenden Kreditinstituts und den Vorsitzenden eines etwa bestehenden Aufsichtsrates oder seinen Stellvertreter. Dem Aufsichtsrat steht im Sinne dieser Bestimmung ein Beirat oder ein ähnliches Gremium gleich, sofern ihm der Abschluß der Dienstverträge des Kreditinstituts mit seinen Geschäftsleitern obliegt. Handelt es sich bei dem Betroffenen um einen Anlageberater oder um einen seiner Angestellten, so gelten diese Unterrichtungspflichten sinngemäß mit der Maßgabe, daß auch die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen über den Inhalt der förmlichen Feststellung zu unterrichten ist.
4. Lautet die förmliche Feststellung dahin, daß ein Verstoß vorliegt, so ist die Feststellung unter Bezeichnung der Umstände, in denen der Verstoß erblickt wird, schriftlich zu begründen.
5. Über die förmliche Feststellung wird der für das Börsenwesen zuständige Bundesminister unter Mitteilung der Gemeinde unterrichtet; für eine Mitteilung an Dritte bedarf es der Einwilligung des Betroffenen und des Unternehmens, dem er angehört.

6. Die Prüfungskommission ist ohne Einwilligung des Betroffenen nicht berechtigt, das Prüfungsergebnis anderen als den genannten Stellen bekanntzugeben.
7. Bei einem groben Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln, bei dem die Folgen erheblich und das Verschulden des Betroffenen schwerwiegend sind, kann die Prüfungskommission nach Anhörung des Betroffenen durch einstimmigen Beschluß entscheiden, daß eine Veröffentlichung des Prüfungsergebnisses auch ohne Einwilligung des Betroffenen erfolgt. Der Beschluß ist schriftlich zu begründen; dabei sind die Umstände, aus denen sich nach Ansicht der Prüfungskommission auch unter Berücksichtigung der persönlichen und beruflichen Belange des Betroffenen ein überwiegendes Interesse an einer Veröffentlichung ergibt, im einzelnen zu bezeichnen. Eine Veröffentlichung darf erst sechs Wochen nach Mitteilung des Beschlusses an den Betroffenen erfolgen. Leitet der Betroffene innerhalb dieser Frist gerichtliche Schritte gegen den Beschluß über die beabsichtigte Veröffentlichung ein, so hat die Veröffentlichung bis zum Abschluß des gerichtlichen Verfahrens zu unterbleiben.

Anmerkungen zu § 5

1. Mitwirkung von Bevollmächtigten (Nr. 1)

Die Hinzuziehung von Bevollmächtigten im gesamten Verfahren ist möglich. Den Bevollmächtigten steht das Recht auf Akteneinsicht zu.

2. Einstimmiger Beschluß (Nr. 7)

Die Prüfungskommission muß den einstimmigen Beschluß nach Nr. 7 in der nach § 6 Nr. 2 vorgesehenen Besetzung fassen.

3. Veröffentlichung (Nr. 7)

Eine Veröffentlichung durch die Prüfungskommission erfolgt regelmäßig in der Weise, daß das Prüfungsergebnis öffentlichen Publikationsorganen zugänglich gemacht wird. Eine Bekanntmachung auf Kosten der Prüfungskommission erfolgt nicht.

§ 6

1. Die Prüfungskommission entscheidet nach den Insiderhandels-Richtlinien und den Händler- und Beraterregeln sowie den dazu ergangenen Erläuterungen in freier Würdigung der Beweise und der Stellungnahme des Betroffenen.
2. Sie ist nur in der Besetzung von fünf Mitgliedern beschlußfähig.
3. Die Prüfungskommission entscheidet mit der absoluten Mehrheit der Stimmen. Stimmenthaltungen gelten als Ablehnung der zur Beschlußfassung stehenden Entscheidung.
4. Im übrigen bestimmt die Prüfungskommission das Verfahren selbst, insbesondere unter Beachtung der Grundsätze gemäß § 139 ZPO.
5. Entscheidungen, die aufgrund eines Prüfungsergebnisses ergehen, sind für die Prüfungskommission bindend. Sie kann wegen desselben Tatbestandes kein neues Verfahren einleiten.

§ 7

1. Die in dem Verfahren vor der Prüfungskommission entstehenden Kosten setzen sich zusammen aus dem Honorar des Vorsitzenden sowie aus den anfallenden Auslagen. Die Tätigkeit der Bessitzer ist unentgeltlich.
2. Der Vorsitzende erhält als Honorar eine volle Gebühr nach der Kostenordnung („Gesetz über die Kosten in Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit“), berechnet auf den Wert des Streitgegenstandes, zuzüglich Mehrwertsteuer. Erfordert die Erledigung des Verfahrens einen über das durchschnittliche Maß erheblich hinausgehenden Zeit- und Arbeitsaufwand, insbesondere eine umfangreiche Beweisaufnahme oder Beweiswürdigung, so kann die Prüfungskommission das Honorar angemessen, höchstens auf das Dreifache der vollen Gebühr zuzüglich Mehrwertsteuer, erhöhen.
3. Der Wert des Streitgegenstandes wird von der Prüfungskommission unter Berücksichtigung aller Umstände des einzelnen Falles nach billigem Ermessen bestimmt. Er darf jedoch auf keinen höheren Betrag als eine Million Deutsche Mark festgesetzt werden.
4. Für Tätigkeiten nach § 3 Nr. 2 bis 5 erhält der Vorsitzende kein Honorar.
5. Werden aufgrund eines im wesentlichen gleichen Tatbestandes gegen mehrere Betroffene Verfahren vor der Prüfungskommission eingeleitet und werden dadurch gleichartige Prüfungsvorgänge ausgelöst, so wird der Wert der Streitgegenstände dieser Verfahren für die Bemessung des Honorars für den Vorsitzenden zusammengerechnet. Er darf jedoch auf keinen höheren Betrag als drei Millionen Deutsche Mark festgesetzt werden.

Anmerkung zu § 7

Auslagen (Nr. 1 Satz 1)

Auslagen sind u. a. die Wirtschaftsprüfer- und Sachverständigenkosten, Reise-, Post-, Zustellungs- und Schreibkosten.

§ 8

1. Die anfallenden, nicht von den Betroffenen ersetzten Kosten werden, soweit sie durch Verfahren zur Prüfung von Verstößen
 - a) der in § 2 Nr. 1 Satz 1 der Insiderhandels-Richtlinien genannten Personen entstehen, auf alle Emittenten, die die Insiderhandels-Richtlinien anerkannt haben,
 - b) der in § 2 Nr. 1 Satz 2 der Insiderhandels-Richtlinien genannten Personen oder Kreditinstitute entstehen, auf alle Kreditinstitute, die die Insiderhandels-Richtlinien anerkannt haben,
 - c) gegen die Händler- und Beraterregeln entstehen, auf alle Kreditinstitute und alle Anlageberater, die die Händler- und Beraterregeln anerkannt haben, umgelegt. Diese Kosten werden von der Prüfungskommission im Auftrage der Spitzenverbände nach Maßgabe des folgenden Umlageschlüssels eingefordert: die Kosten gemäß Buchstabe a) nach dem Verhältnis des Grundkapitals der Emittenten,

die Kosten gemäß Buchstaben b) und c)

In der Weise, daß Kosten, die im Bereich der Kreditinstitute entstehen, von dem Verbandsbereich zu tragen sind, dem das betroffene Kreditinstitut angehört.

Kosten, die im Bereich der Anlageberater entstehen, sind auf die Anlageberater umzulegen.

2. Die beteiligten Spitzenverbände stellen auf Anforderung den Prüfungskommissionen notwendige Verfahrenskostenvorschüsse bereit.

- a) Soweit Verstöße gegen die Insiderhandels-Richtlinien in Betracht stehen, sind für die Entrichtung der Vorschüsse in einem Turnus von zwei Kalenderjahren federführend für alle beteiligten Verbände der Bundesverband der Deutschen Industrie und der Bundesverband deutscher Banken zuständig.
- b) Soweit Verstöße gegen die Händler- und Beraterregeln in Betracht kommen, ist der Verband in Anspruch zu nehmen, bei dem das betroffene Institut Mitglied ist.

3. Bleiben die Kosten für ein Verfahren nach den Insiderhandels-Richtlinien unter 10 000,— DM, so werden sie zunächst durch Verfahrenskostenvorschüsse gedeckt und während des Turnus des zu diesem Zeitpunkt gemäß Nr. 2 Buchstabe a) federführenden Verbandes noch nicht von den Umlagepflichtigen eingefordert. Der turnusmäßig in der Federführung folgende Verband stellt vielmehr am Ende seines Turnus alle bis dahin aufgelaufenen und durch Verfahrenskostenvorschüsse abgedeckten, unter 10 000,— DM liegenden Kosten für abgeschlossene Verfahren zusammen und veranlaßt deren Einziehung gemäß Nr. 1.

§ 9

Diese Verfahrensordnung gilt für die Prüfung von Tatbeständen, die sich nach dem 1. Juli 1976 ereignet haben.

§§ 7 und 8 gelten mit sofortiger Wirkung. Der Bundesverband der Deutschen Industrie ist seit dem 1. Januar 1976 turnusgemäß federführend im Sinne des § 8 Nr. 2 und 3.

Anmerkung zu § 9

Weitergeltung bisheriger Regelungen

Bis zur Anerkennung der Neufassung der Insiderhandels-Richtlinien, Händler- und Beraterregeln und der Verfahrensordnung bleiben die alten Regeln für diejenigen in Kraft, die sich ihnen unterworfen haben.

LEBENS LAUF

- | | |
|-----------|---|
| 25.9.1953 | Geboren in Zürich als erster Sohn von John und Sylvia Waser-Egli. |
| 1960-1966 | Primarschule in Zollikon. |
| 1966-1972 | Freies Gymnasium Zürich, Maturität Typus B. |
| 1972-1973 | Praktische Tätigkeit im Familienbetrieb, anschliessend militärische Ausbildung. |
| 1973-1978 | Studium der Rechte an der Universität Zürich. |
| 22.6.1978 | Promotion zum Lizentiaten der Rechtswissenschaft. |
| 1979-1980 | Praktische Tätigkeit im gewerblichen Rechtsschutz. |
| 1980-1981 | Arbeiten an der Dissertation. |
| 9.12.1981 | Promotion zum Doktor der Rechtswissenschaft. |

